全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

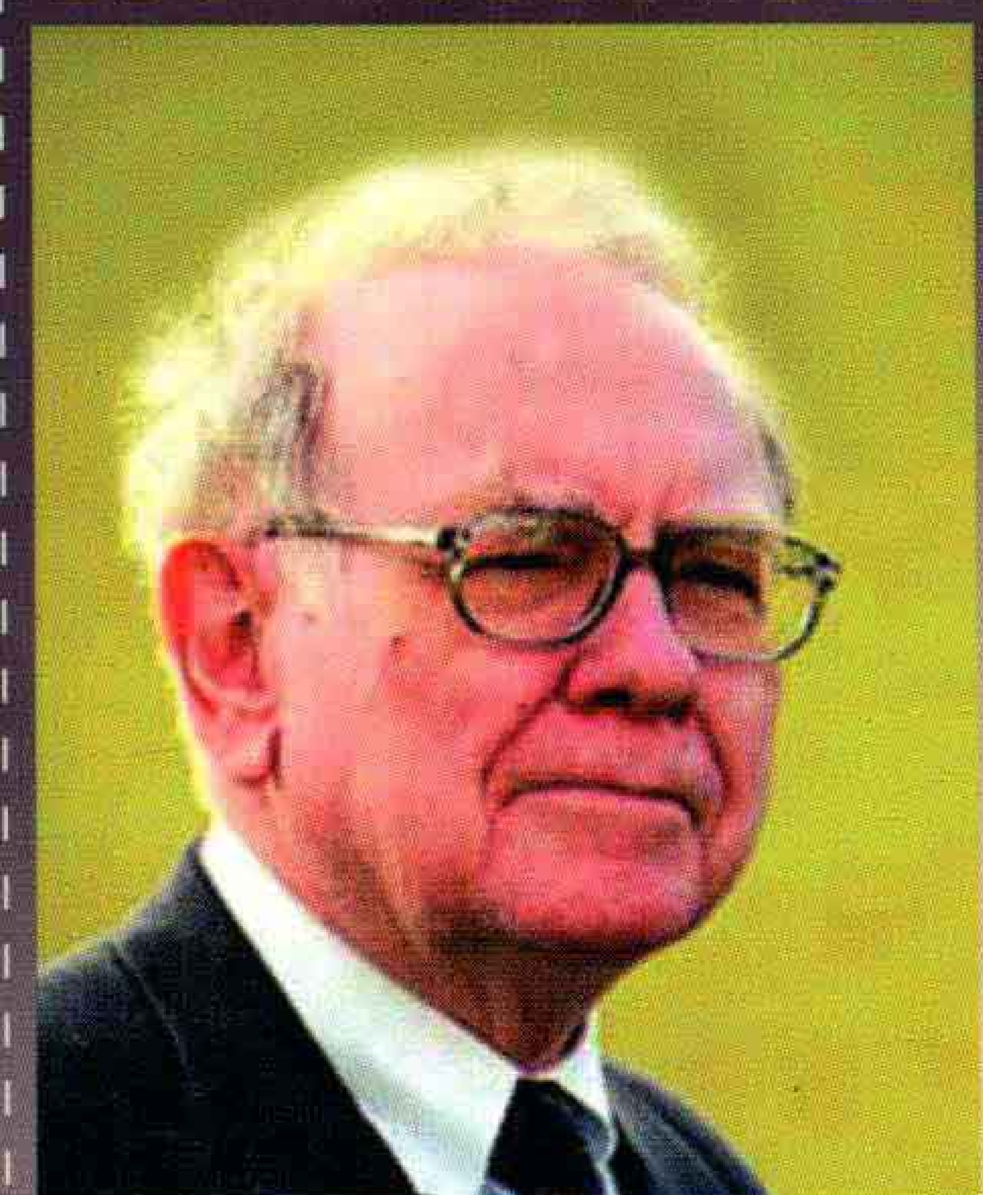
一本很好的巴菲特投资策略应用指南

华尔街股神巴菲特创造了投资39年盈利2595倍，从100美元起家到获利429亿美元财富的投资神话。巴菲特将那些复杂的投资策略表达为简单易懂的普通常识。让我们向这位当代最伟大的投资大师学习：

牢记巴菲特的投资格言，像巴菲特一样富有智慧；
学习巴菲特的投资原则，像巴菲特一样果断行动；
应用巴菲特的投资策略，像巴菲特一样赢得成功。

巴菲特股票投资策略

刘建位／著



Warren Buffett's Stock Investment Strategy



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一本很好的巴菲特投资策略应用指南

巴菲特股票投资策略



Warren Buffett's Stock Investment Strategy

刘建位／著

华尔街股神巴菲特创造了投资39年盈利2595倍，从100美元起家到获利429亿美元财富的投资神话。巴菲特将那些复杂的投资策略表达为简单易懂的普通常识。让我们向这位当代最伟大的投资大师学习：

牢记巴菲特的投资格言，像巴菲特一样富有智慧；
学习巴菲特的投资原则，像巴菲特一样果断行动；
应用巴菲特的投资策略，像巴菲特一样赢得成功。


机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃伦·巴菲特在39年里，从100美元开始，通过投资成为资产达429亿美元的世界第二富豪，在美国《财富》杂志1999年底评出的“20世纪8大投资大师”中名列榜首，被喻为“当代最伟大的投资者”。

每一位股票投资人，要想取得较好的长期投资业绩，最好的办法是学习华尔街股神巴菲特简单易懂却非常有效的股票投资策略。

本书作者在系统收集整理巴菲特本人论述的基础上，按照投资操作中选股、估值、市场、买价、组合、持有6个基本步骤，将巴菲特投资策略逐一总结为6个基本原则，并且根据巴菲特40多年的投资经验，结合有关股票投资的研究成果归纳和分析这些基本原则在实际应用中的操作技术细节，使本书成为一本巴菲特为投资者讲述如何进行长期投资的生动活泼的详细教程，是投资者在短期内系统学习巴菲特股票投资策略的最佳选择。

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特股票投资策略/刘建位著．—北京：机械工业出版社，2005.5（2007.1重印）
ISBN 7-111-16469-5

Ⅰ．巴…　Ⅱ．刘…　Ⅲ．股票—证券投资
Ⅳ．F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2005）第034021号

机械工业出版社（北京市百万庄大街22号 邮政编码100037）
责任编辑：魏小奋　责任校对：李汝庚
责任印制：洪汉军
三河市宏达印刷有限公司印刷
2007年1月第1版·第8次印刷
169mm×239mm·10印张·201千字
29001—33000册
定价：29.80元

凡购本书，如有缺页，倒页，脱页，由本社发行部调换
销售服务热线电话：（010）68326294
购书热线电话：（010）88379639　88379641　88379643
编辑热线电话：（010）88379001
封面无防伪标均为盗版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨以此书献给最伟大的投资大师沃伦·巴菲特先生。

To the great investor Mr. Warren E. Buffett.

本书中所引用的伯克希尔公司年报的版权为沃伦·巴菲特先生所有，本书引用得到沃伦·巴菲特先生特别许可。在此我谨向沃伦·巴菲特先生表示衷心感谢。

All of the quotes from the Berkshire annual reports are from copyrighted material and reproduced with permission of the author. I very much appreciate the kindness and generosity of Mr. Warren E. Buffett.

我和中国所有喜欢巴菲特的投资人都非常感谢沃伦·巴菲特先生在伯克希尔公司年报中与我们分享的非常宝贵的投资理念。

All the Chinese investors and I are truly grateful for his great valuable investment ideas in the Berkshire annual reports.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特富有智慧的投资格言

1. 第一条规则：永远不要亏损；第二条规则：永远不要忘记第一条。
2. 投资并非一个智商为 160 的人就一定能击败智商为 130 的人的游戏。
3. 我是一个比较好的投资者，因为我是一个商人。我是一个比较好的商人，因为我是一个投资者。
4. 对于大多数投资者而言，重要的不是他知道什么，而是清醒地知道自己不知道什么。
5. 投资要成功，你不需要研究什么是 β 值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场，事实上大家最好对这些理论一无所知。
6. 困难不在于接受新思想，而在于摆脱旧思想。
7. 大多数人宁愿死也不愿思考。
8. 这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会。
9. 最终，我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的。
10. 以一般的价格买入一家非同一般的好公司，远远胜过用非同一般的好价格买下一家一般的公司。
11. 时间是优秀企业的朋友，却是平庸企业的敌人。
12. 价格是你所付出的，价值是你所得到的。
13. 价值评估，既是科学，又是艺术。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14. 我宁要模糊的正确，也不要精确的错误。
15. 我宁愿得到一个可以确定会实现的好结果，也不愿意追求一个只是有可能会实现的伟大结果。
16. 市场先生是你的仆人，而不是你的向导。
17. 恐惧是盲从投资者的敌人，但却是理性投资者的朋友。
18. 在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。
19. 从短期来看，股市是一个投票机；而从长期来看，股市是一个称重机。
20. 如果市场总是有效，我就只能以乞讨为生。
21. 我从来没见过能够预测股市走势的人。
22. 对伯克希尔来说，市场狂跌反而是重大利好消息。
23. 安全边际是成功投资的基石。
24. 无人对股票感兴趣之日，正是你应对股票感兴趣之时。
25. 乐观主义才是理性投资的大敌。
26. 对于每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入。
27. 多元化是针对无知的一种保护。（如果你有40个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚。）
28. 把频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验一夜情的人称为浪漫主义者一样荒谬。
29. 如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟。
30. 我最喜欢持有一只股票的时间期限是：永远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

古人云：取法其上，得乎其中；取法其中，得乎其下。

每一位股票投资人，要想取得较好的投资业绩，最好的办法是学习那些投资大师的投资策略。沃伦·巴菲特正是值得每位投资人用心学习的最佳典范。

巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，在美国《财富》杂志1999年底评出的“20世纪8大投资大师”中名列榜首。

2004年2月27日美国权威杂志《福布斯》推出了2004年度全球富豪排行榜，号称华尔街“股神”的巴菲特以429亿美元再度名列世界第二富人。巴菲特成为世界亿万富翁的路径与其他人截然不同，他从100美元开始，仅仅从事股票投资和企业并购，成为个人资产达429亿美元的20世纪世界超级富豪之一。

在过去39年当中，巴菲特管理的伯克希尔公司每股净值由当初的19美元增长到现在的50 498美元，年复合成长率约为22.2%。而在战后美国，主要股票的年均收益率在10%左右。如果一个人在1956年巴菲特职业生涯刚开始时，就投入1万美元并且坚持到底，那么到2002年，它将变成约2.7亿美元，而且还是税后收入。

一个取得如此伟大投资业绩的投资大师，应该值得所有投资人学习和研究。即使世界首富比尔·盖茨也开始研究世界第二富豪巴菲特的投资成功之道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔·盖茨是沃伦·巴菲特的好朋友，曾与巴菲特一起携妻子到中国度假。盖茨深深为巴菲特的风趣、谦恭和魅力而倾倒，宣称自己是一个“巴菲特迷”。比尔·盖茨研究了巴菲特后，在他给《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》一书所做的序言中感叹到：“读者看完本书之后，可能会感到在商业及投资方面受益匪浅，但理论是否能够成功地付诸于实践则难以确定。沃伦·巴菲特的天赋在于他能够洞察先机，要做到这一点，只将他的格言铭记在心是远远不够的，虽然他大量的格言值得背下来。”

正如比尔·盖茨所说，只是背下来巴菲特的格言是不够的，我们必须总结归纳巴菲特的投资策略，应用有关理论分析其合理性，探索其在投资实务中如何具体运用，从而更加系统、深入、完整地研究巴菲特的投资策略。

本书作者在系统收集整理巴菲特本人关于投资策略的论述的基础上，按照投资操作的6个基本步骤，将巴菲特投资策略逐一总结为以下6个基本原则：选择目标企业的竞争优势原则、评估企业价值的现金流原则、分析市场价格的市场先生原则、确定买入价格的安全边际原则、分配投资比例的集中投资原则、确定持有期限的长期持有原则。

尽管巴菲特经常谈论他的投资策略，却从不透露他投资操作的任何细节。巴菲特投资策略的操作技术是其最神秘的部分，也是对于我们最有实践意义的部分。本书总结了巴菲特40多年的投资经验，并结合有关股票投资的研究成果来进行归纳和分析在实际应用中的操作技术细节，使得本书成为一本巴菲特为投资者讲述如何进行长期投资的生动活泼的详细教程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在伯克希尔2000年报中怀念他的恩师和挚友格雷厄姆时说："又到了怀旧时间，50年前，1950年我在哥伦比亚大学开始学习格雷厄姆教授的证券分析课程。在此之前的十年里，我一直盲目地热衷于分析、买进、卖出股票。但是我的投资业绩却非常一般。从1951年起我的投资业绩开始明显改善。但这并非由于我改变饮食习惯或者开始进行健身运动。惟一的改变是我学习并应用了格雷厄姆的投资理念。原因非常简单：在大师门下学习几个小时的效果远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。"

我想读者只要能够抽出区区几个小时的时间，认真阅读本书来学习一下当代最伟大的投资大师巴菲特40多年投资经验凝聚而成的、并取得39年投资盈利2 595倍惊人业绩的投资策略，其效果将会远胜过自己尽管多年却非常局限的投资经验。我忍不住再引用一句巴菲特的名言：只拥有一颗世界上最大、最珍贵的深蓝色钻石希望之星的1%，也远远胜过拥有一颗人造钻石的100%

为了更好地投资，让我们一起向真正的投资大师学习吧。

厉无畏

2004年10月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

序
导论　巴菲特讲授的股票投资策略…………………………… 1
第 1 章　选股原则：超级明星企业 ……………………………… 17
1.1　寻找长期稳定产业…………………………………… 23
1.2　寻找竞争优势………………………………………… 40
1.3　寻找持续竞争优势…………………………………… 57
第 2 章　估值原则：现金为王 …………………………………… 75
2.1　正确的估值模型……………………………………… 77
2.2　现金流量与贴现率…………………………………… 89
2.3　保守但准确的现金流量预测………………………… 95
第 3 章　市场原则：理性投资……………………………… 105
3.1　市场短期是投票机，长期是称重机 ……………… 106
3.2　无效市场理论挑战有效市场理论 ………………… 122
3.3　认识自己的愚蠢才能利用市场的愚蠢 …………… 139
第 4 章　买价原则：安全边际……………………………… 163
4.1　安全边际是投资安全的保证 ……………………… 164
4.2　安全边际是投资盈利的保证 ……………………… 173
4.3　寻找安全边际的投资机会 ………………………… 179

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章　组合原则：集中投资 …… 195
5.1　集中投资的目标企业 …… 198
5.2　集中投资的股票数目 …… 201
5.3　集中投资的决策分析 …… 212

第6章　持股原则：长期持有 …… 225
6.1　长期持有与短期持有的税后复利收益比较 …… 228
6.2　长期持有与短期持有的交易成本比较 …… 234
6.3　长期持有的投资决策分析 …… 238

第7章　四大经典案例 …… 245
7.1　可口可乐：盈利88亿美元，增值6.8倍 …… 246
7.2　GEICO：盈利23亿美元，增值50倍 …… 256
7.3　吉列公司：盈利29亿美元，增值近5倍 …… 266
7.4　华盛顿邮报：盈利12亿美元，增值128倍 …… 274

第8章　如何在中国股市实践巴菲特长期投资策略 …… 283
8.1　巴菲特长期投资策略在中国股市灵不灵 …… 285
8.2　波段操作与长期投资谁更适合中国股市 …… 291

后记　我们还应该向巴菲特学习什么 …… 302
《中国证券报》推荐书评：上一堂巴菲特的投资课 …… 305

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导论　巴菲特讲授的股票投资策略

一位刚毕业的美国穷大学生，辛苦工作了一年后终于攒下了1万美元。1965年初21岁的他经过一整夜的思考后决定不买汽车，而是买投资基金，进行长达39年的长期投资，以保证退休后过上体面的小康生活。但市场上有成千上万的投资基金管理人，他该选择哪一个呢？他的选择非常重要，不同的基金管理人决定了他60岁后的财富状况。

第一种选择最简单：选择一位指数基金管理人，他的目标是跟随市场，通过复制与指数相同的投资组合来取得与市场整体平均水平相近的投资回报。投资美国股市标准普尔500指数的年均收益率在10%左右，39年后1万美元指数基金投资将增值到47.43万美元。47万美元可以让他与老伴两个人周游世界。

第二种选择最常见：选择一位积极型投资基金管理人，他的目标是战胜市场，但结果十分令人失望。根据统计，大多数基金经理不是击败市场，而是被市场击败。1942~1997年间，50年来标准普尔500指数几乎年平均超过积极型共同基金的平均水平1.3%左右[1]。根据积极型共同基金的平均业绩水平，1万美元的股票基金投资经过39年后只能增值到23.80万美元。如果再扣除每年基金收取的管理费（按1%计算），只能

---

[1] （美）约翰·C·鲍格尔著：《共同基金常识》，百家出版社，2001年，第105~107页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增值到17.75万美元。由于只有17万美元，他和老伴只能周游美国了。

第三种选择最神奇：选择现在无人不晓但当时无人知晓的巴菲特，买入他管理的伯克希尔公司股票。结果将如同梦幻一般。巴菲特在1965～2003年的39年期间持续战胜市场，伯克希尔公司净资产收益率达到了22.2%的水平㊀。1964年伯克希尔公司股票的平均价格为11美元左右。2003年伯克希尔公司股票（A种股票）的最高价格达到了95 700美元。2004年8月9日伯克希尔股票收盘价为83 750美元。40年间伯克希尔的股价增长了近8 000倍！在1965年初投入1万美元买入的伯克希尔股票，股票市值将达到8 000万美元左右。只需投资1万美元，然后什么都不用管，巴菲特的金手指在39年后就可以让他在退休后过着亿万富翁的奢华生活，他和老伴（当然他还可以带着他漂亮的女儿们）可以天天周游世界。

这一简单的比较足可以让我们明白，为什么沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，为什么中国人喜欢称其为华尔街“股神”。

巴菲特的投资神话：39年间投资增值2 595倍，从100美元起家财富增长到429亿美元

沃伦·巴菲特被喻为“当代最伟大的投资者”，在美国《财富》杂志1999年底评出的“20世纪八大投资大师”中名列榜首。㊁

㊀ Berkshire Hathaway Inc. Annual Report, 2003, http://www.berkshirehathaway.com.

㊁ Theodore Spencer: "The Investors of the Century," Fortune, Dec. 20, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特之所以被称为“华尔街股神”，这是因为他创造了有史以来最伟大的投资神话：从100美元起家通过投资成为资产429亿美元的世界第二富人。

巴菲特自1956年独立创业以来，仅仅通过股票投资和企业收购就以惊人的速度积累了惊人的财富。

1956年，巴菲特26岁时成立了巴菲特合伙企业——巴菲特有限公司，集资10.5万美元。巴菲特象征性投入100美元，他的报酬主要来自于作为投资管理人以一定的比例从投资利润中分成。

在过去的39年中，在巴菲特的管理下，伯克希尔公司每股净资产由1965底的19美元增长到2003年底的50 498美元，年复合收益率约为22.2%。而同期美国标准普尔指数年复合收益率约为10%左右。巴菲特39年来以1倍多的优势长期战胜市场，这是前所未有的投资神话。

如果一个人在1964年巴菲特掌管伯克希尔公司时开始投入1万美元并且持有到2003年年底，这1万美元买入的伯克希尔股票的净资产价值将会达到2 595万美元，而其股票市值最高将达到8 000万美元左右。

如果一个人在1956年巴菲特职业生涯刚开始时，就投入1万美元并且坚持到底，那么到2002年，它将变成约2.7亿美元，而且这还是税后收入。

如果他能让旗下公司保持其历史平均的22%的年利润增长速度，到2009年，巴菲特80岁的时候，他将可能成为历史上绝无仅有的千亿富翁。

巴菲特成为世界亿万富翁的路径与其他人截然不同。石油大王约翰 D. 洛克菲勒、钢铁大王安德鲁·卡内基和软件大王

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔·盖茨等都有一个共同特点，即他们的财富都来自一种产品或发明。而巴菲特却是一位纯粹的投资家。

巴菲特的股票投资策略童话：战胜市场不需要懂高等数学

更不可思议的是，巴菲特赖以创造超级财富和惊人业绩的投资策略非常简单。巴菲特甚至认为成功的投资并不需要高等数学知识，“如果高等数学是必须的，我就得回去送报纸了，我从来没发现在投资中高等数学有什么作用”。[一] “你不需要成为一个火箭专家。投资并非一个智商为160的人就能击败智商为130的人的游戏”。[二] “我感到，做管理与做投资是相似的：欲成非凡之功，未必需做非凡之事”。[三]

《奥马哈世界先驱者报》专栏记者罗伯特·麦克莫里斯对住在离他家一英里之距的邻居巴菲特这样写道：“他家里和办公室里都没有计算机，甚至于计算器一类的东西都没有。他告诉我这类东西没有什么用处，因为他的工作没有那么复杂”。[四]

著名投资家彼得·林奇1989年拜访了巴菲特，“在他的带领下，我参观了他的办公室（整个过程没费多少功夫，因为他的办公室还不如半个网球场大），并同他的11名员工一一打了招呼。在他的办公室里，我没有看见一台电脑或者股票报

㊀ Warren Buffett: speech on December 6, 1994 at the New York Society of Financial Analysts.

㊁ Fromson, Brett Duval: Are these the new Warren Buffetts? (1990 Investor's Guide) Fortune, September, 1989.

㊂ Loomis, Carol J.: The inside story of Warren Buffett. Fortune, April 11, 1988.

㊃ （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年9月，第1120页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价机”。㊀

那么被称为当代最成功的投资者的巴菲特采取的是什么样的投资策略呢？

巴菲特把自己的投资策略描述为“85%的格雷厄姆和15%的费雪”。巴菲特是“证券分析之父”格雷厄姆的学生，并在毕业后不久进入格雷厄姆的投资合伙公司工作，在理论和实务上都得到了格雷厄姆基于“安全边际”的价值投资策略的真传。后来，在芒格的影响下，他逐步吸收了费雪集中投资于具有持续竞争优势的优秀企业的长期投资策略。经过多年的投资实践，巴菲特综合了两位杰出投资大师的投资策略，形成了他最具有特色的投资策略：基于持续竞争优势的长期价值投资策略。

巴菲特如此阐述他的基本投资策略：

“我们的投资仍然是集中于很少几只股票，而且在概念上非常简单：真正伟大的投资理念常常用简单的一句话就能概括。我们喜欢一个具有持续竞争优势并且由一群既能干又全心全意为股东服务的人来管理的企业。当发现具备这些特征的企业而且我们又能以合理的价格购买时，我们几乎不可能出错”。㊁

“我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投资盈利：我们不仅要在合理的价格

㊀ （美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998年，序言第1页。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会”。㊀

“如果我的公司投资机会范围非常有限，比如，仅限于那些在奥马哈（Omaha）这个小镇的私营公司，那么我会这样进行投资：首先，评估每一家公司业务的长期经济特征；其次，评估负责公司经营的管理层的能力和水平；最后，以合情合理的价格买入其中几家最好的公司的股份。我当然不会想把资金平均分配投资到镇上每一家公司。因此，为什么对于更大范围的上市公司，伯克希尔就非得采取完全不同的投资策略？而且既然发现伟大的公司和杰出的经理是如此难寻，那么为什么我们非得抛弃已经被证明了的成功的投资策略？（我很想说实话）我们的座右铭是：如果你一开始就确实取得了成功，那么就不必再做新的尝试”。㊁

“最终，我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的”。㊂

巴菲特的投资策略用简单的一句话来概括：以大大低于内在价值的价格集中投资于优秀企业的股票并长期持有。

巴菲特制造的三大投资之最：世界最贵的股票、资产规模最大的投资公司、最经典的长期投资案例

巴菲特以非常简单的投资策略，取得了非常神奇的投资效

㊀㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

㊂ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果！巴菲特创造了三项股票投资的世界纪录：

一是巴菲特创造了世界上最贵的股票。

1964 年巴菲特控股伯克希尔公司时其股票的平均价格为 11 美元。2003 年伯克希尔公司股票（A 种股票）的最高价格达到了 95 700 美元。2004 年 8 月 9 日伯克希尔股票收盘价为 83 750 美元。40 年间伯克希尔的股价增长了近 8 000 倍！一股伯克希尔股票的价值即使在房价昂贵的上海也足可以买到一套不错的住房。从 1965 年巴菲特开始管理伯克希尔公司以后，在过去 39 年以来伯克希尔公司每股净值由当初的 19 美元成长到 2003 年底的 50 498 美元，增长了 2 595 倍。目前伯克希尔公司股东有 30 多万人，主要来自于美国、英国、德国、印度和加拿大。巴菲特使成千上万的股东成为了百万、千万、甚至是亿万富翁。

二是巴菲特创造了世界上资产规模最大的投资公司。

在巴菲特的管理下，伯克希尔公司的净资产总值从 1964 年底的 2 288 万美元，增长到 2002 年底的 640 亿美元。2002 年底伯克希尔公司总资产规模达到 1 695.44 亿美元，2002 年营业收入 423.53 亿美元。[㊀]根据 2003 年 4 月 14 日出版的美国《财富》杂志，2003 年全球 500 强大企业销售收入排名中，伯克希尔公司居 78 位，与排名第 69 名和第 70 名的中国石油天然气和中国石油化工集团公司相比，营业收入相差仅有 8%。

但伯克希尔公司的总资产规模已经超过排名第 2 位的埃克森石油公司（2002 年底总资产 1526 亿美元[㊁]），成为世界上资

㊀ Berkshire Hathaway Inc. Annual Report, 2002.

㊁ ExxonMobil 2002 Annual Report, http://www.exxonmobil.com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产规模最大的公司。伯克希尔公司资产规模相当于两个中国石油天然气集团公司（2002 年底总资产 7361 亿人民币[㊀]，按 2003 年 8 月 28 日汇率 1 美元折合 8.277 元人民币计算，相当于 889 亿美元）。

> 2003 年巴菲特管理的伯克希尔公司可以买下中国股市的全部流通股。2003 年 7 月底，中国股市流通总市值为 13 425.09亿元人民币，相当于 1 621 亿美元（按 2003 年 8 月 28 日汇率 1 美元折合 8.277 元人民币计算），这与伯克希尔公司的资产规模 1 695.44 亿美元相比，二者还相差 74 亿美元。

然而最不可思议的是，做为世界上资产规模最大的投资公司，伯克希尔总部管理人员只有两个人：巴菲特和他的伙伴芒格。巴菲特担任公司董事长和 CEO，他的伙伴查理 · 芒格担任副董事长，公司董事会成员只有 7 位，董事年薪只有微不足道的 900 美元。公司总部所有员工只有 13.8 人（有一名会计每周只上 4 天班，故只能算 0.8 人），但其下属公司员工超过 13 万人。巴菲特并不仅仅是一位投资家，他通过他管理的资产规模庞大的伯克希尔公司在美国乃至全球商界有着巨大的影响力。

三是巴菲特创造了一系列最经典的长期股票投资案例。

让我们来看看他的四大经典长期投资案例：

可口可乐：投资 13 亿美元，至今已持有 15 年，盈利 88 亿美元，增值 6.8 倍。

㊀ 中国石油天然气集团公司年底财务报告，中国石油天然气集团公司网页，http：//www.cnpc.com.cn.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华盛顿邮报：投资1 000万美元，至今已持有30年，盈利12亿美元，增值128倍。

吉列公司：投资6亿美元，至今已持有14年，盈利29亿美元，增值近5倍。

GEICO：投资4 571万美元，持有20年，盈利23亿美元，增值50倍。

巴菲特股票投资策略的魅力：每年股东大会6个小时左右的“讲课”，却有1.5万名股东参加

巴菲特不仅愿意为投资者讲授他的投资策略，而且40年来他一直在伯克希尔公司年报中公开讲授他的投资哲学。

从1965年到2003年，巴菲特把伯克希尔公司变成了一所传授他的投资思想的学校，课堂就是伯克希尔公司股东大会，教材就是他每年在公司年报中写给股东的信。巴菲特的合作伙伴芒格在1997年伯克希尔公司股东大会上说：“人们低估了那些简单却有效的思想的重要性。而且我认为，如果说伯克希尔公司是一家传授正确思考方式的学校的话，那么它所开设的主要课程，就是少数几个非常重要的思想。我觉得我们选择出来的这些思想非常简单，却非常有效。”[1]

巴菲特控股伯克希尔公司后，从1970年起开始担任董事长至今。从1970年起到2003年的34年间每年在给股东的信中巴菲特经常公开讲述他的投资策略，并逐一讨论当年伯克希尔公司所有重大的投资情况。投资界的人士把巴菲特每年在伯

[1] （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第909页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



克希尔公司年报中写给股东的信视为《圣经》，犹如经文一样背诵巴菲特的格言。

巴菲特丰富的人生经历和充满魅力的人格，以及简单质朴却又奥妙无穷的投资哲学和投资策略吸引着众多的投资者和企业的管理决策者。他们每年一次像圣徒朝圣一样，到奥马哈参加伯克希尔年度股东大会，聆听巴菲特关于投资的智慧言论。

巴菲特的家乡位于美国中部小城市奥马哈，伯克希尔公司在当地召开的股东大会是当地每年一度的盛事。不管是华尔街的重量级券商、普通美国投资人，还是欧洲、亚洲等地方的巴菲特迷们，一大清早都会在会场入口前排起长龙，以便进场能坐到好位置。2002 年股东大会吸引了来自世界各地 1.5 万名股东前往，超过了 2001 年的 1.4 万人。

有意思的是股东大会往往只有 5～10 分钟时间。每年股东大会的重头戏，永远是伯克希尔公司股东大会结束后的巴菲特答问时间。股东大会后巴菲特面对一万多名股东极其耐心地回答他们提出的各种问题。巴菲特对问题的答复无论在速度上、深度上，还是在创造性上都有着非常的魅力。提问与回答一个接一个，在上午持续 3 个小时，中间只有简单的 15 分钟午饭时间，然后下午又是长达数小时的提问与回答。

许多投资界人士为了聆听巴菲特的教诲，特意购买一股或几股伯克希尔公司股票，每一年都不辞劳苦、千里迢迢到奥马哈参加伯克希尔公司年度股东大会。每个参加过股东大会的人都感到受益匪浅。许多股东都认为参加股东大会完全物超所值。听了巴菲特关于投资的智慧言论后，他们感叹：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特总是将那些伟大的投资真理言简意赅地表达出来，我们却天天忙于把简单的投资搞得非常复杂。

任何一个想学习巴菲特投资策略的人，都必须从巴菲特每年在年报中写给股东的信开始。对于成千上万不是伯克希尔公司股东、不能来奥马哈参加伯克希尔年度股东大会的投资者来说，30 多年来巴菲特每年写给股东的信是学习巴菲特的最好教科书。你能从中得到的教益胜过任何商学院的投资课程。

但是勤奋的巴菲特每年给伯克希尔公司股东的信都有二十多页，有些年份甚至更多，仅 1977 ~ 2003 年的 27 年间的 27 封信打印成 A4 纸就有 800 多页，如果印刷成 32 开的书，可能会有 1 600 多页。如果再加上巴菲特发表的文章、演讲、访谈，估计这本书还要再增加 400 页，这样巴菲特论述投资的资料总共要超过 2 000 页。

一个投资者面对巴菲特写的这本 2 000 多页的“巴菲特全集”，肯定会有些惊慌失措，更何况里面的内容包罗万象，并且有许多内容谈的是当年公司经营情况回顾、公司治理、财务会计制度、并购，与股票投资策略关系不大，更加会让大多数投资者有些云里雾里，摸不着头绪。

本书正是投资者在短期内深入学习巴菲特本人讲授的投资策略的最佳选择。通过对巴菲特关于投资策略的精彩论述的分类收集、系统整理，本书形成只需 6 个小时就能完成的 6 堂“投资课”：选择目标企业、评估企业价值、分析市场价格、确定买入价格、分配投资比例、确定持有期限。这使本书成为一本巴菲特为投资者讲述如何进行长期投资的生动活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泼的详细教程。

本书每章都包含了许多丰富的简明易懂却非常有效的投资常识，闪烁着巴菲特独一无二的投资智慧。巴菲特说："你真的能向一条鱼解释在陆地上如何行走吗？对鱼来说，在陆地上走一天胜过听上几千年的空谈。同样，经营公司一天的实践也具有相同的价值"。[⊖]我相信，将巴菲特教给的投资智慧应用于实践会让你有崭新的收获，你学习巴菲特后所赢得的丰厚的投资利润，会让你对他的投资智慧更加理解，也更加感谢他慷慨无私的教诲。

也许你看了太多其他人对巴菲特投资策略的分析解释，那么现在你需要看看巴菲特本人对自己投资策略的分析论述了。让我们开始听这位通过投资将100美元变成400亿美元的世界第二首富巴菲特本人讲授的投资策略吧。

表1　伯克希尔公司净资产收益率与S&P500指数收益率比较

年份	投资收益率			投资10 000美元的价值		
	伯克希尔每股净资产	S&P500	差距	伯克希尔	S&P500	差距
1965	23.80	10.00	13.80	12 380	11 000	1 380
1966	20.30	-11.70	32.00	14 893	9 713	5 180
1967	11.00	30.90	-19.90	16 531	12 714	3 817
1968	19.00	11.00	8.00	19 672	14 113	5 559
1969	16.20	-8.40	24.60	22 859	12 927	9 932
1970	12.00	3.90	8.10	25 602	13 432	12 171
1971	16.40	14.60	1.80	29 801	15 393	14 409

⊖ Loomis, Carol J.: The inside story of Warren Buffett. Fortune, April 11, 1988.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	投资收益率			投资 10 000 美元的价值		
	伯克希尔每股净资产	S&P500	差距	伯克希尔	S&P500	差距
1972	21. 70	18. 90	2. 80	36 268	18 302	17 966
1973	4. 70	－14. 80	19. 50	37 973	15 593	22 380
1974	5. 50	－26. 40	31. 90	40 061	11 477	28 585
1975	21. 90	37. 20	－15. 30	48 835	15 746	33 089
1976	59. 30	23. 60	35. 70	77 793	19 462	58 332
1977	31. 90	－7. 40	39. 30	102 609	18 022	84 588
1978	24. 00	6. 40	17. 60	127 236	19 175	108 061
1979	35. 70	18. 20	17. 50	172 659	22 665	149 994
1980	19. 30	32. 30	－13. 00	205 982	29 986	175 996
1981	31. 40	－5. 00	36. 40	270 660	28 486	242 174
1982	40. 00	21. 40	18. 60	378 925	34 582	344 342
1983	32. 30	22. 40	9. 90	501 317	42 329	458 988
1984	13. 60	6. 10	7. 50	569 496	44 911	524 585
1985	48. 20	31. 60	16. 60	843 993	59 103	784 891
1986	26. 10	18. 60	7. 50	1 064 276	70 096	994 180
1987	19. 50	5. 10	14. 40	1 271 810	73 671	1 198 139
1988	20. 10	16. 60	3. 50	1 527 443	85 900	1 441 543
1989	44. 40	31. 70	12. 70	2 205 628	113 131	2 092 497
1990	7. 40	－3. 10	10. 50	2 368 845	109 624	2 259 221
1991	39. 60	30. 50	9. 10	3 306 907	143 059	3 163 848
1992	20. 30	7. 60	12. 70	3 978 209	153 931	3 824 278
1993	14. 30	10. 10	4. 20	4 547 093	169 478	4 377 615
1994	13. 90	1. 30	12. 60	5 179 139	171 681	5 007 458
1995	43. 10	37. 60	5. 50	7 411 348	236 234	7 175 114
1996	31. 80	23. 00	8. 80	9 768 157	290 567	9 477 589
1997	34. 10	33. 40	0. 70	13 099 098	387 617	12 711 481
1998	48. 30	28. 60	19. 70	19 425 962	498 475	18 927 487

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	投资收益率			投资 10 000 美元的价值		
	伯克希尔每股净资产	S&P500	差距	伯克希尔	S&P500	差距
1999	0.50	21.00	-20.50	19 523 092	603 155	18 919 937
2000	6.50	-9.10	15.60	20 792 093	548 268	20 243 825
2001	-6.20	-11.90	5.70	19 502 983	483 024	19 019 959
2002	10.00	-22.10	32.10	21 453 282	376 276	21 077 006
2003	21.00	28.70	-7.70	25 958 471	484 267	25 474 204
39 年年平均收益率	22.20	10.40	11.80			
39 年总收益率	2 594.85	47.43	2 547.42			

数据来源：伯克希尔公司 2003 年报

表 2　伯克希尔公司股票收益率与 S&P 500 收益率比较

年份	伯克希尔年末股价	伯克希尔股价涨幅（%）	S&P 500 涨幅（%）	比较（%）
1966	$ 17.50	(8.0)	(11.7)	3.7
1967	20.50	15.7	30.9	(15.2)
1968	37	82.7	11.0	71.7
1969	42	13.5	(8.4)	21.9
1970	39	(7.1)	3.9	(11.0)
1971	70	79.5	14.6	64.9
1972	80	14.3	18.9	(4.6)
1973	71	(11.3)	(14.8)	3.5
1974	40	(43.7)	(26.4)	(17.3)
1975	38	(5.0)	37.2	(42.2)
1976	94	147.3	23.6	123.7
1977	138	46.8	(7.4)	54.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年份	伯克希尔年末股价	伯克希尔股价涨幅（%）	S&P 500涨幅（%）	比较（%）
1978	157	13.8	6.4	7.4
1979	320	102.5	18.2	84.3
1980	425	32.8	32.3	0.5
1981	560	31.8	(5.0)	36.8
1982	775	38.4	21.4	17.0
1983	1 310	69.0	22.4	46.6
1984	1 275	(2.7)	6.1	(8.8)
1985	2 470	93.7	31.6	62.1
1986	2 820	14.2	18.6	(4.4)
1987	2 950	4.6	5.1	(0.5)
1988	4 700	59.3	16.6	42.7
1989	8 675	84.6	31.7	52.9
1990	6 675	(23.1)	(3.1)	(20.0)
1991	9 050	35.6	30.5	5.1
1992	11 750	29.8	7.6	22.2
1993	16 325	38.9	10.1	28.8
1994	20 400	25.0	1.3	23.7
1995	32 100	57.4	37.6	19.8
1996	34 100	6.2	23.0	(16.8)
1997	46 000	34.9	33.4	1.5
1998	70 000	52.2	28.6	23.6
1999	56 100	(19.9)	21.0	(40.9)
2000	71 000	26.6	(9.1)	35.7
2001	75 600	6.5	(11.9)	18.4
2002	72 750	(3.8)	(22.1)	18.3
2003	75 300	3.5	11.9	(8.4)

数据来源：Barron's. August 11, 2003, Legg Mason, National Quotation Bureau, Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大企业。这种目标公司并不能充分保证我们投资盈利：我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是这种投资方法——寻找超级明星——给我们提供了走向真正成功的惟一机会”

——巴菲特

第1章

选股原则：超级明星企业

这种寻找超级明星企业的投资方法给我们提供了走向真正成功的惟一机会。

——巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与一般投资者只关注股价是否便宜完全不同，巴菲特最关注公司的持续竞争优势。巴菲特在1989年年报中反思他在前25年的投资生涯中所犯的错误后，他得出结论：以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比（基于持续竞争优势的价值投资策略）用非同一般的好价格买下一家一般的公司（格雷厄姆价值投资策略）要好得多。

“在犯下新的错误之前好好反省一下以前的那些错误倒是一个好主意。所以让我们稍微花些时间回顾一下过去25年中我所犯的错误。”

“当然我所犯的第一个错误，就是买下伯克希尔公司的控制权，虽然我很清楚公司的纺织业务没什么发展前景，却因为它的价格实在太便宜了，让我无法抵挡买入的诱惑。虽然在我的早期投资生涯中买入这样的股票确实让我获利颇丰，但是到了1965年投资伯克希尔后，我就开始发现这种投资策略并不理想。”

“如果你以相当低的价格买进一家公司的股票，通常情况下这家公司经营会有所改善，使你有机会以不错的获利把股票出手，尽管这家公司的长期表现可能会非常糟糕。我称之为‘雪茄烟蒂’投资法：在大街上捡到一只雪茄烟蒂，短得只能再抽一口，也许冒不出多少烟，但‘买便宜货’（bargain purchase）的方式却要从那仅剩的一口中发掘出所有的利润，如同一个瘾君子想要从那短得只能抽一口的烟蒂中得到天堂般的享受。”

“除非你是一个清算专家，否则买下这类公司的投资方法实在是非常愚蠢。第一，原来看起来非常便宜的价格可能到最后一钱不值。在陷入困境的企业中，一个问题还没解决，另外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个问题就冒了出来，正如厨房里绝对不会只有你看到的那一只蟑螂。第二，任何你最初买入时的低价优势很快地就会被企业过低的投资回报率所侵蚀。例如你用800万美元买下一家出售价格或清算价值达1 000万美元的公司，如果你能马上把这家公司进行出售或清算，你能够实现非常可观的投资回报。但是如果你10年后才能出售这家公司，而在这10年间这家公司盈利很少，只能派发相当于投资成本很少几个百分点的股利的话，那么这项投资的回报将会非常令人失望。时间是优秀企业的朋友，却是平庸企业的敌人。”

“或许你会认为这道理再浅显不过了，我却是经历了惨痛的教训才真正领会，事实上我在多次的教训中学习了好几遍。在买下伯克希尔后不久，我通过一家后来并入伯克希尔公司的Diversified Retailing公司，买了一家位于Baltimore的Hochschild Kohn百货公司。我以低于账面价值相当大的折扣价格买入，管理层也非常一流，而且这笔交易还包括一些额外的利益：未入账的不动产价值和大量采取后进先出法的存货准备(LIFO inventory cushion)。我到底做错了什么？哦！三年后我幸运地以相当于买入成本左右的价格脱手了这家公司。在结束了伯克希尔公司跟Hochschild Kohn公司的婚姻关系后，我的感觉，就像乡村歌曲中的丈夫们所唱的那样：‘我的老婆跟我最好的朋友跑了，然而我还是非常挂念我的朋友！’”

“我可以给大家举出更多我自己买便宜货的愚蠢行为，但是我相信你早已明白：以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多。查理很早就明白了这个道理，我却是一个反应迟钝的学生。不过现在我们买入公司或股票时，我们不但会坚持寻找一流的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时我们坚持这些一流公司还要有一流的管理层。”

由于优秀企业相对于普通企业具有超额价值能力，且为数很少，能够以合理的价格买到大量股票的优秀企业更是凤毛麟角，因此与格雷厄姆投资普通公司的短期投资和分散投资不同，巴菲特集中投资于具有高于产业平均水平的超额盈利能力的优秀公司的股票并长期持有，这使他比格雷厄姆获得了更多的投资利润。

正是在他的合作伙伴芒格的影响下，巴菲特走出了格雷厄姆只投资于普通企业廉价股的局限，吸收了费雪投资于优秀企业的投资思想，从此巴菲特的投资策略有了根本性的飞跃。巴菲特赞同路易斯的解释：“如同格雷厄姆教导我挑选廉价股，芒格不断告诫我不要只买进便宜货，这是他对我最大的影响，让我摆脱了格雷厄姆观点的局限，这就是芒格思想的力量，他拓展了我的视野”。[㊀]巴菲特表示，自己许多见解是慢慢向芒格的观点靠拢。“我在进化，我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类”。巴菲特对此简单补充道：“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有”。[㊁]话虽如此，巴菲特还是花了很多时间，才把他从格雷厄姆和芒格那儿所学到的东西进行融合，他说：“我开始对以合理的价格买进优秀的公司很感兴趣”。[㊂]

巴菲特一再强调，在投资中投资人要关注的是企业，而不是市场，选择股票的本质是选择公司。

“在投资中，我们把自己看成是企业分析师，而不是市

㊀㊁㊂ 分别见于（美）珍妮特·洛尔著，张戎 赵平莉译：《查理·芒格传》，海南出版社，2003 年，第 119 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场分析师，也不是宏观经济分析师，甚至也不是证券分析师。……最终，我们的经济命运将取决于我们所拥有的企业的经济命运，无论我们的所有权是部分的还是全部的。”[一]

“投资人必须了解一些公司，包括一些产业，否则就根本没有所谓的长期投资策略。”[二]

巴菲特选择投资目标企业的态度如同选择结婚对象一样：

“在伯克希尔所有的投资活动中，最让我和查理兴奋的是买入一家由我们喜爱、相信且敬重的人管理的、具有非常出众的经济前景的卓越企业。这种买入机会难得一见，但我们始终在寻找。在寻找过程中，我们的态度与寻找终身伴侣的态度完全相同：我们需要积极的行动、高昂的兴趣和开放的思维，但并不需要急于求成。”[三]

“投资很像选择心爱的人。苦思冥想，列出一份你梦中的她需要具备优点的清单。然后找呀找呀，突然碰到了你中意的那个她，于是你们就结合了”。[四]

那么，巴菲特是如何分析企业来寻找超级明星呢？

1994 年巴菲特与一些学生谈了进行公司分析的基本方法：

“一段时间内，我会选择某一个行业，对其中 6 ~ 7 家的企业进行仔细研究。我不会听从任何关于这个行业的陈词滥调，我努力通过自己的独立思考来找出答案。……比如我挑选的是一家保险公司或一家纸业公司，我会让自己沉浸于想像之中：

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

㊁㊂ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

㊃ Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我刚刚继承了这家公司，而且它将是我们家庭永远持有的惟一财产。那么，我将如何管理这家公司？我应该考虑哪些因素的影响？我需要担心什么？谁是我的竞争对手？谁是我的客户？我将走出办公室与客户谈话。我从这些谈话中会发现，我这家企业与其他企业相比，具有什么样的优势与劣势？如果你进行了这样的分析，你可能会比管理层更深刻了解这家公司”。[1]

巴菲特在1999年给《财富》杂志写的文章中说出选股的关键所在：

“对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务具有强大的竞争优势的企业能为投资者带来满意的回报”。[2]

总结巴菲特的投资论述与选股经验，结合有关研究成果，我们归纳出以下“巴菲特选股三步曲”：

第一步，选择具有长期稳定性的产业；

第二步，在产业中选择具有突出竞争优势的企业；

第三步，在优势公司中优中选优，选择竞争优势具有长期可持续性的企业。这种基业长青的优势企业才是巴菲特股票投资的目标企业。

[1] “Buffett Talks Strategy with Students”, Omaha World-Herald, Jan 2, 1994.

[2] Warren Buffett: “Mr. Buffett on the Stock Market”, FORTUNE, Nov. 22, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.1 寻找长期稳定产业

“我喜欢的是那种根本不需要怎么管理就能挣很多钱的行业。它们才是我想投资的那种行业”。

——巴菲特

每个企业都受到其所处的外部环境的影响，外部环境通常可分为两大类：一是由自然、人口、社会、经济、技术、政治、法律等因素组成的宏观环境；二是由产业内部的竞争对手、供应商、买方、替代品生产厂商、潜在进入者等构成的产业竞争环境。宏观环境一般并不直接影响企业的经营，而是通过产业环境间接影响，因此产业竞争环境对企业竞争优势的获得和维持具有最直接、最大的影响力。产业结构强烈地影响着企业竞争优势的确立及其可持续性。

从理论上讲，产业之间的竞争不断将某个产业投资资本收益率降低到投资资本要求的最低平均收益率水平。当某个产业收益率低于投资资本要求的最低收益率水平时，投资者无法长期接受而退出该产业，转移投入到其他收益率较高的产业，使该产业竞争减弱而收益率水平上升。当某个产业收益持续高于最低收益率水平时，将会吸引新的投资资本进入，使该产业内竞争加剧而收益率下降。

但在实践中，一些产业由于其独特的产业结构，拥有较高的进入壁垒而长期保持超出其他产业平均盈利水平的高收益率。即使投资于这些具有超额收益率的产业中一般的企业，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



具有垄断性质的报纸、广告业、电视业等，也会有较高的回报。而投资于收益率水平很低的产业中即使是最优秀的产业，如钢铁、石化，也只能有较低的回报。

总结巴菲特的投资经验，他在产业选择中重点关注两大方面：

一是产业吸引力：产业吸引力主要表现在产业平均盈利能力上。

二是产业稳定性：产业稳定性主要表现在产业结构变化程度上。

1.1.1 产业吸引力比较

巴菲特以他曾经投资的百货零售业与电视传媒业进行了产业吸引力比较："零售业是竞争剧烈的行业。在我个人的投资生涯中，我看过许多零售商曾经一度拥有令人吃惊的成长率和超乎寻常的股东权益报酬率，但是到后来突然间业绩急速下滑，经常不得不宣告破产。相对于制造业或服务业，这种刹那间的流星现象在零售业屡见不鲜。在一定程度上，原因是这些零售商必须时时保持比同行更加聪明。但不管你如何聪明，你的竞争对手随时准备复制你的做法，然后超越你。同时一群新加入的零售商又在用各种各样的手段引诱着你的客户。在零售业中公司一旦业绩下滑，就必定走向失败。相对于这种必须时时聪明的产业，还有一种我称之为只需聪明一时的产业。举个例子来说，如果你在很早以前就聪明地买下一家地方电视台，你甚至可以把它交给懒惰又差劲的侄子来经营管理，而这项事业却仍然可以好好地经营上几十年，当然若是你懂得将电视台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交给 Tom Murphy（注：大都会公司主席）来管理，你本人则退居幕后毫不干涉，你所获得的回报将会非常高。但是对零售业来说，如果用人不当的话，就等于买了一张准备倒闭关门的门票”。[一]

巴菲特的投资经验表明，产业吸引力是股票投资中产业选择的首要标准。那么如何分析比较产业吸引力呢?

研究产业竞争的权威、哈佛大学商学院的迈克尔·波特教授认为，产业吸引力取决于产业内的五种主要竞争作用力，这些作用力的共同作用决定了该产业的最终盈利能力[二]。这种盈利能力决定了长期投资回报率水平。该产业的长期投资回报率会随着这些竞争作用力的合力的变化而发生根本变化。在那些竞争作用力强的产业，如钢铁、造纸、石化等，没有一个企业能获取超出平均水平的较高投资收益率。而在那些竞争作用力相对较弱的产业，如报纸、电视台、广告、美容化妆、珠宝等，企业普遍能够获取很高的收益率。

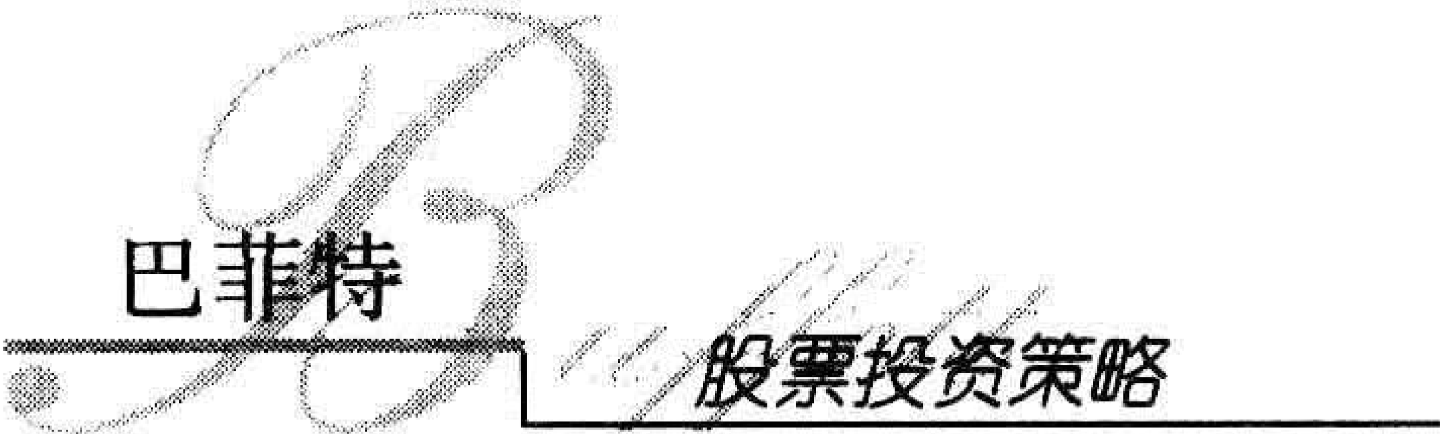
产业结构通常影响产业内部所有的企业，这种影响力来源于产业内部的基础经济结构，不是单个企业所能改变的。如果一个产业的产业结构能够持续保持较高的吸引力，同时持续形成较高的进入壁垒，那么该产业中的企业就具有保持持续竞争优势的良好环境条件。

产业结构分析有助于我们在股票投资中寻找到盈利平均水平较高的长期稳定产业，在这些产业中更容易找到盈利水平高、竞争优势持续时期长的优秀企业。这正是巴菲特心中最理

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1995.

㊁ （美）迈克尔·波特著:《竞争战略》，华夏出版社，1997年1月，第2页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



想的投资目标企业。

巴菲特本人并没有告诉我们关于产业吸引力分析的模型，我们根据有关产业竞争研究成果进行比较认为，最经典、最有效的模型是迈克尔·波特提出的“五种作用力模型”，另外理查德·科赫在波特五种作用力模型的基础上进一步提出了产业/细分市场吸引力矩阵也值得借鉴。

产业吸引力分析模型之一：波特的五种作用力模型

哈佛大学的迈克尔·波特教授提出和建立了产业结构分析的理论分析框架，其基本模型通常被称为五种作用力模型。波特提出一个产业中包括五种竞争作用力：进入威胁、替代威胁、买方侃价能力、供方侃价能力、现有竞争对手的竞争[一]。五种竞争作用力的强弱决定了投资资本进入的难度、产业竞争的强度及产业利润率。由竞争作用力强弱因素形成的产业深层结构对产业竞争程度和产业利润率具有长期的、持续的影响。

五种竞争作用力的特点如下：[二]

进入威胁

当某个行业边际利润较高以及进入壁垒较低时就会有新的竞争者进入市场，从而可能导致产业的整体生产能力扩大，加剧竞争，导致产品价格降低或成本上升。波特认为进入威胁的大小取决于呈现的进入壁垒，加上准备进入者可能遇到的现存守成者的反击。进入者必须为克服进入壁垒付出相应的成本，

㊀ （美）迈克尔·波特著：《竞争战略》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 4～5 页。

㊁ （美）迈克尔·波特著：《竞争战略》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 6～28 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并承受遭到产业内现有企业报复的风险。产业存在7个主要资源方面的进入壁垒：规模经济、产品差异化、资本需求、转移成本、获得分销渠道、与规模无关的成本劣势、政府政策。

现有竞争对手间争夺的激烈程度

产业内部现有竞争对手之间主要通过产量、质量、价格和广告等方式进行竞争。在大多数产业中，各个企业相互依存，所以一个企业的竞争行为会对其竞争对手产生明显的影响。我们在进行投资时要谨慎进入竞争过于激烈的产业。产业内部竞争过于激烈的主要原因包括：众多的或势均力敌的竞争对手、产业增长缓慢、高固定成本或高库存成本、差异或转换成本欠缺、大幅度增容、形形色色的竞争对手、高额战略利益、退出壁垒大。

替代产品压力

广义上讲一个产业内的所有企业都与其替代产品的生产企业进行竞争。替代品决定了产业中企业的产品价格上限和潜在盈利水平。识别替代产品的方法是寻找那些能够实现本产业产品相同功能的其他产品。在某个产业出现的替代品可能会取代公司现在的产品，但更为普遍的是，尽管替代品通常不能完全取代现有的产品，但由于引入了新的技术或降低了生产成本，从而使产业利润水平普遍降低。

买方侃价实力

买方侃价实力强有助于其压低价格和要求更有利的交易条件，直接减少产业利润。在以下情况下，买方侃价实力较强：大批量和集中购买、公司之间提供的产品差异不大、买方转换成本低、买方盈利低、存在后向一体化可能性、公司出售产品的价格对于购买者的成本影响较大、产品对买方产品的质量及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服务无重大影响、买方掌握充分的信息等。

供方侃价实力

供应商可能通过提价或降低产品或服务的质量而对企业的生产成本有较大影响，以下情况下供应商将有较强的力量：可选择的供应商数量有限、供应商提供的商品不存在替代品、供应商提供商品占公司总成本比较大、供方商品已经差异化或者建立起转换成本、供应商实际能够通过前向一体化从事公司同样的产品生产。

产业吸引力分析模型之二：产业/细分市场吸引力矩阵

理查德·科赫在波特五种作用力模型的基础上进一步提出了另外4种有助于描述产业或者细分市场吸引力的力量，形成了一个产业/细分市场吸引力矩阵：㊀

- 产业或细分市场的利润率：通常是由使用资金的回报率来衡量。
- 使用资金的回报率的未来趋势：这是衡量未来竞争分布利润率和吸引力的一个重要指标。
- 市场增长率。
- 目前顾客需求总量与生产能力之间的平衡：生产能力过度闲置会导致整个产业没有吸引力。

理查德·科赫认为产业竞争对手间的竞争程度已经在上述指标中体现，因此不再作为其中一个力量。他认为可以通过给以上4个因素以及波特提出的进入威胁、替代威胁、买方侃价

㊀ （英）理查德·科赫著：《公司战略》，上海远东出版社，2002年10月，第127页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力、供方侃价能力等4个因素，共8个因素分别进行分数评估，最后得出每个产业或每个细分市场的总分。

产业/细分市场矩阵的总得分可以在-40到100分之间，得分的高低表示产业吸引力的高低。

表1-1 产业/细分市场吸引力分数表

因　素	最 低 分	最 高 分
1. 目前产业或细分市场的利润率	0	40
2. 使用资金回报率的趋势	0	10
3. 市场增长率	0	10
4. 需求与生产能力之间的平衡	-20	0
5. 进入威胁	0	10
6. 替代威胁	-20	0
7. 买方侃价能力	0	20
8. 供方侃价能力	0	10

资料来源：理查德·科赫著，邵海华，肖维青译，《公司战略》，上海远东出版社，2002年10月第1版，第127页

1.1.2 产业稳定性分析

每个对巴菲特投资策略稍微有所了解的投资者，都知道他最大的特点是持股经常达到几年甚至十几年之久。巴菲特之所以如此大胆长期持有，是因为他坚信他投资的企业和产业在未来长期内具有很强的稳定性。

“我们的重点在于试图寻找到那些在通常情况下未来10年、15年或者20年后的企业经营情况是可以预测的企业。”㊀

“研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我

㊀ Whitney Tilson: Why Won't Buffett Invest in Tech Stocks? March 6, 2000, http: //www.fool.com/boringport.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行两者（子公司和普通股）中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的十年或二十年的时间里实际上肯定拥有强大竞争力的企业。至于那些竞争环境迅速转变的产业，尽管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了我们寻找的确定性”。[一]

巴菲特总结了自己的产业分析经验，他的结论是：主业长期稳定的企业往往盈利能力最强。“经验表明，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与五年前甚至十年前几乎完全相同的企业。当然管理层决不能因此过于自满。企业总是有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等，这些机会一定要好好把握。但是一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此导致重大失误。推而广之，在一块总是动荡不安的经济土地之上，是不太可能建造一座固若金汤的城堡似的经济特许权（franchise），而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关键所在”。[二]

一个公司的主业之所以能够长期稳定，其根本原因在于其所在产业具有长期稳定性。而那些经常甚至很快发生重大变化的产业，如高科技产业和新兴产业等，巴菲特则认为其产业本身具有内在的不稳定性，难以对其长期前景进行可靠预测，所以巴菲特从不投资于高科技等容易变化的不稳定产业。

“当然有许多产业，连查理或是我可能都无法确定到底这

[一] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

[二] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些公司的业务是‘宠物石头’（pet rock）还是‘芭比娃娃’(Barbie)。甚至即使我们花了许多年时间努力研究这些产业之后，我们还是无法解决这个问题。有时是由于我们本身智力和学识上的缺陷阻碍了我们对这些产业的了解，有时则是由于产业的特性本身就是很大的障碍。例如对于一家随时都必须应对快速技术变迁的公司来说，根本就无法判断其长期经济前景。在三十年前，我们能预见到现在电视机制造产业或电脑产业的变化吗？当然不能。（就算是大部分热衷于进入这些产业的投资人和企业经理人也不能）那么为什么查理和我非得认为我们能够预测其他快速变迁产业的发展前景呢？我们宁愿专注于那些容易预测的产业。”㊀

巴菲特的产业选择经验表明，决定产业长期稳定性的产业演变对于投资分析非常重要。产业演变将导致产业吸引力及产业平均投资回报率的重大变化，相应企业对于产业演变的战略反应是否适当将导致企业竞争优势发生较大变化。

我们这里主要采用波特（1980）提出的产业演变基本分析框架。波特认为分析产业演变的出发点是产业结构分析。产业演变如果从根本上影响了五种竞争作用力，这种产业变化就具有长期性，会对企业有根本性的影响。产业发展初期的产业结构通常与产业发展后的产业结构相差很远，正是产业演变过程推动产业向其潜在产业结构发展。同时技术开放、创新、产业中或打算进入该产业的某些特定企业本身以及许多不可预知的因素等都会对产业演变有很大影响，这使产业演变很难准确

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测。

在产业演变分析中，应关注以下重点：

- 分析重要的产业演变过程
- 分析演变中的重要经济关系
- 应用产业图景进行合理预测

12 种最重要的产业演变过程

在每个产业都有一些可预测的、重要的产业演变过程：㊀

（1）增长的长期变化：导致产业结构变化的最常见的力量大概是产业长期增长率的变化。产业增长是决定产业内竞争激烈程度的主要变量，并且决定了为保持市场占有额而扩大生产的速度，因而将影响供需平衡以及产业对新进入者的吸引力。长期产业增长变化有五个重要的外部原因：人口因素、需要趋势、替代品相对地位的变化、互补产品地位的变化、顾客群的渗透、产品变革。

（2）所服务细分客户群的变化：新细分客户服务群可能带来规模经济、资本要求、营销方法等方面的变化，从而引起产业结构的变化。

（3）买方的学习：买主通过重复购买，对产品的知识越来越多，从而对于保修、服务、性能改进等的要求也逐步提高，使产品的差异化程度自然减少。

（4）不确定性的减少：随着产业的逐步发展成熟，产业自身的不确定性不断减少，产业进入壁垒减少，这将可能吸引

㊀ （美）迈克尔·波特著：《竞争战略》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 160 ~ 173 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大型的、已经确立地位的公司进入，仿效成功企业的技术和战略，使原有企业的竞争优势大大减少。

（5）专有知识的扩散：特定的产品和工艺技术越来越非专有，随着时间的推移，技术更加成熟，其知识扩散也通过多种方式传播得越来越广泛。因此在没有专利保护的情况下，专有知识优势将逐步消失，相应的进入壁垒也会消失。这为新对手的加入提供了有利条件。

（6）经验积累：根据经验曲线，单位成本随着生产、分销以及产品营销经验的积累而下降，在经验能保持专有时，它是产业变化的有效力量。

（7）规模的扩大或缩小：首先产业规模的扩大使企业提高产业规模经济和资本要求的可用战略增多；其次是使纵向整合更为可行；第三是可能会吸引新的进入者，使现有的企业处境艰难。

（8）投入成本的变化：每个产业在生产、分销、营销中的各种投入的成本或质量的变化都可能影响产业结构的变化，这些重要的投入成本要素包括工资率、原材料成本、资金成本、通讯成本、运输成本等。

（9）产品创新、营销创新、过程创新：产品创新可扩大市场因而促进增长或加强产品的差异化。营销创新可通过增加需求直接影响产业结构。生产过程或生产工艺的创新能增加或减少生产过程的资本密集性、规模经济性等从而影响产业结构。

（10）相邻产业的结构变化：因为某一产业供方和买方的产业结构影响了他们与该产业的侃价实力，所以供方和买方的产业结构变化对该产业演变可能有重要影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（11）政府政策变化：政府对产业结构的变化有明显有效的影响。最直接的影响莫过于对进入产业、竞争活动或利润率等关键因素进行全面限制。间接影响是通过对产品质量及安全、环境保护、关税或外国投资进行限制来实现。

（12）进入或退出：新的进入者，尤其是在其他产业中已经建立地位的企业进入，对产业结构有明显的影响，常常成为产业结构变化的主要驱动力，这是因为在其他市场已经立足的企业一般具有能够使产业结构发生变化的能力或资源。

产业演变过程中的重要趋势

产业演变不是局部的、分散的变化，因为产业本身是一个多种因素相互联系的系统，产业结构某一方面的变化将触发其他方面也发生变化，甚至发生重大的变化。因此产业的变化常常引发一系列反应，导致其他许多变化。这些变化并没有什么统一的模式，根本不像产业生命周期中描述的那么完整清楚。但是演变过程中具有某些特别重要的发展趋势：

产业集中趋势

一般来说，进入壁垒越高，产业集中度也越高，市场份额主要由领先的前几名大企业所占有。进入壁垒越低，新的企业更容易进入而代替退出的企业，产业集中度一般不会太高。退出壁垒越高，会强迫企业留在产业内，产业集中度也不会降低。

产业边界模糊化

产业结构的变化常常伴随产业边界的变化，产业演变具有改变这些产业边界的强烈趋势。产业中的创新或者涉及替代品的创新都可能导致更多的公司直接竞争而有效地扩大产业边界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产业结构演变的基本分析工具：产业图景

很明显，产业未来发展演变是不确定的，采用巴菲特长期价值投资策略的前提是对产业发展的稳定性进行预测。那么如何对面临许多不确定性的产业未来进行预测呢?

波特（1985）将图景分析方法应用在产业结构演变分析上，提出了产业图景这一产业演变分析工具。

所谓图景就是一种对未来情况的内部连续的看法，是考虑不确定性的有效手段。通过构造多种图景，能够系统地研究进行战略选择时可能带来的各种后果，使管理层对未来的模糊的假设明确化，避免做出危险的、片面的预测。

所谓产业图景，是“一种对产业未来结构的内在联贯的设想，基于一组关于可能影响产业结构的重要不确定性的合理假设”㊀。一种产业图景不是对未来的预测，而是代表未来一种可能的产业结构，是众多未来可能的产业结构中的一种。事实上，一个图景就是在一系列关于未来的联贯假设下，对产业结构、竞争对手行为以及企业竞争优势来源所做的充分分析。产业图景分析的目的是保证企业对于未来产业结构的看法是联贯的，而不是片面的。

我们认为这种产业图景分析方法当然也可以用于投资决策分析之中。通过仔细分析，慎重选择一组产业图景，以反映对产业竞争将产生重要影响的一系列可能的而且是可信的产业结构。然后，利用整个一组产业图景，而不是其中某个最可能发生的图景，来分析其对于企业长期竞争优势的影响，从而有助于我们作出长期价值投资决策。

㊀ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第451页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波特（1985）提出构造产业图景的过程如下：[1]

- 辨识影响产业结构的不确定性；
- 确定驱动这些不确定性的因果性要素；
- 就每一重要的因果性因素作一系列合理的假设；
- 综合各要素的假设形成内部联贯的图景；
- 分析每一图景占优势的产业结构；
- 确定每一图景中竞争优势的来源；
- 预测每一图景中的竞争对手行为。

1.1.3 巴菲特产业分析的失败与教训

尽管巴菲特具有很强的产业分析能力，但智者千虑，必有一失，对于未来没有人能够完全准确预测，巴菲特也不例外。他所投资的优秀企业所处的产业也经历了产业结构的重大变化，这种变化对不同的企业产生了完全不同的影响。巴菲特对经济全球化及技术变革对鞋业和百科全书出版业的产业结构的巨大影响估计不足，从而让自己对 Dexter 鞋业和世界百科全书公司两家企业的投资遭受了重大挫折。

全球化让 Dexter 鞋业经营陷入困境

在经济全球化的当今世界，产业国际竞争力越强，越具有较大的发展潜力，从而为企业持续竞争优势提供较好的发展基础。在国际竞争力弱的产业中的企业，很可能由于在与

[1] （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 452 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他国家相同产业的国际竞争中处于劣势，其竞争优势也很难长期持续下去。反之处于国际竞争力强的产业中的企业，由于在与其他国家相同产业的国际竞争中处于优势，随着国际市场的开拓，其竞争优势不但会继续保持并且很有可能继续扩大。

因此在持续竞争优势分析中，对全球化的影响决不能忽视。我们在分析产业稳定性时，需要用全球化的角度分析产业的国际竞争力。

全球化为巴菲特投资的可口可乐和吉列等公司带来了巨大的成功。可口可乐第一位外籍总裁罗伯托·格伊祖塔上任后，推动可口可乐通过全球化高速增长。1984 年可口可乐公司的国际市场利润只勉强占总利润的 52%，而 1987 年则增长到 75% 以上。国际市场为可口可乐带来了丰厚的回报。1984～1987 年可口可乐全球销量增长了 34%，国际市场的总利润从 6.66 亿美元增长到了 11.1 亿美元。㊀

全球化却为巴菲特对鞋业的投资带来相当大的亏损。其主要原因由于美国鞋业相对于亚洲鞋业在生产成本上处于很大的劣势，其国际竞争力的劣势使企业原来的竞争优势风光不再，利润大幅下降甚至亏损。巴菲特对此也非常无奈，只好承认自己对全球化竞争对美国鞋业的影响估计不足：

“1999 年我们旗下几乎所有的制造、零售与服务业务都取得了优秀的业绩，惟一的例外是 Dexter 鞋业。不过这并非公司管理上的问题。在管理技巧、能力与敬业等方面，Dexter 管理

㊀ （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997 年 1 月，第 385 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层与其他公司相比毫不逊色。但我们大部分鞋子是美国本土进行生产，而美国本土厂商与境外厂商的竞争变得非常困难。1999 年在美国 13 亿双的鞋子消费量中，其中约 93% 是进口产品，国外非常廉价的劳动力是决定性的因素”。[㊀]

“2001 年我们的鞋业经营税前亏损为 4 620 万美元，其中 H. H. Brown 公司有所盈利，但 Justin 仍深陷在 Dexter 公司亏损的泥沼中。……Dexter 公司在我们买入前，事实上也包括买入后的几年内，在国外残酷的低成本竞争中业务仍然保持繁荣。当时我就此得出结论认为 Dexter 完全有能力能够继续应付这一问题，事实证明我的判断错误”。[㊁]

技术变革对巴菲特投资的影响：世界百科全书投资遭受重大挫折

在所有能够改变产业结构及企业竞争优势的因素中，技术变革是最强有力的因素。技术变革是竞争的主要驱动力之一，既会导致现有产业结构的变化，也会形成新兴产业。

技术变革经常会导致企业竞争格局的重大变化：原有产业领导者巨大的竞争优势会因技术的重大变革而很快消失或减弱，其他企业迅速崛起为新的产业领导者。当今许多巨型企业，如微软、英特尔等，都是充分利用技术变革的机会取得了巨大的成功。

技术变革是一面双刃剑，既可能提高也可能降低产业的吸

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1999.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引力，既可能强化也可能恶化企业竞争优势。高技术并不能保证企业盈利，甚至许多高技术企业因竞争过度而远不如传统企业赚钱。这正像中关村许多电脑制造企业不如其中倒卖电脑配件的小贩挣钱一样。尽管如此，技术如同资金一样是企业生命的血液中的一部分，贯穿于企业的整个价值链，对竞争优势和产业结构有着重大的影响。任何企业认为产业中的技术已经完全成熟的看法都是完全错误的，技术变革将会给许多企业和产业带来翻天覆地的变化，没有准备的企业将面临灾难，有准备的企业则面临巨大的机遇。

巴菲特坚决拒绝投资于高科技企业，因为这些产业受到技术变革的巨大影响而变化不定，使他无法对产业内的公司长期竞争力作出基本的判断。

但是巴菲特对技术变革影响的估计不足，也曾导致他对企业持续竞争优势的分析出现严重的错误。技术的发展使原来厚重的百科全书的所有内容可以存储在一张小小的光盘上，使百科全书产业结构彻底改变，从而使巴菲特对世界百科全书公司的投资遭受了很大的挫折。因此我们在分析产业结构稳定性时，必须充分考虑技术的影响。

"伯克希尔公司最严重的问题是世界百科全书公司，目前印刷百科全书正在和 CD-ROM 光盘与在线内容提供（on-line offerings）激烈竞争。事实上我们仍然能够保持获利，大概没有其他印刷百科全书出版商敢这样说。但是销售收入和利润却直线下滑。1995 年底，世界百科全书决定大幅改变产品销售渠道，全力加强电子产品销售，并大幅降低总部管理成本，当然这些措施的效果还有待进一步观察，不过我们相信这将会明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显改善我们的生存能力”。㊀

“不过对于世界百科全书来说，经营情况好转可并不是一件简单的事：尽管如今它们是全美惟一一家以直销方式经营百科全书的公司（大英百科全书在去年退出了这个市场），不过销售数量却在下滑。另外世界百科全书还大规模投资于 CD-ROM 版的新产品，但其效益至少要等到 1997 年初与 IBM 的合作正式开始后才能体现。由于这些因素，如果不能彻底改革销售渠道并降低总部营运成本，从而大幅度降低固定成本的话，世界百科全书的利润可能会化为乌有。不过总的来说，该公司已经做出了很大努力以确保在百科全书印刷与电子出版市场上的长期竞争地位”。㊁

1.2 寻找竞争优势

最终我们的经济命运将取决于我们所拥有的公司的经济命运。

——巴菲特

试玉要烧三日满，辨材须待七年期。

——白居易

在选择了具有较好吸引力的产业后，那么在这个产业中众

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1995.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多的企业中，投资人应该如何选择呢？

巴菲特认为关键是分析企业的竞争优势及其可持续性，他一再强调投资人应该去寻找和发现具有持续竞争优势的企业，作为投资的首选目标。

“对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何所选择的一家企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。”㊀

2000年4月在伯克希尔股东大会上，巴菲特在回答一个关于哈佛商学院迈克尔·波特的问题时说：“我对波特非常了解，我很明白我们的想法是相似的。他在书中写道，长期的可持续竞争优势是任何企业经营的核心，而这一点我们所想的完全相同。这正是投资的关键所在。理解这一点的最佳途径是研究分析那些已经取得长期的可持续竞争优势的企业。”㊁

1987巴菲特在伯克希尔回顾自己以前25年的投资生涯时感慨地总结道：“以一般的价格买入一家非同一般的好公司要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多”。㊂

巴菲特之所以强调要投资于具有持续竞争优势的企业，是因为对于长期投资来说，股价最终取决于公司内在价值，而具有持续竞争优势的企业的经济命运要远远优于那些一般企业，能够持续创造更大的价值增值，从而为股东带来更大的财富

㊀ Warren Buffett："Mr. Buffett on the Stock Market", FORTUNE, Nov. 22, 1999.

㊁ Whitney Tilson：Notes From the Berkshire Hathaway Annual Meeting, May 1, 2000, http://www.fool.com/boringport.

㊂ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增值。

持续竞争优势分析应该分为两个步骤：

一是分析企业是否具有真正的竞争优势。

二是分析企业竞争优势是否能够长期持续保持。

从企业价值增值能力的角度，公司竞争优势就是指一个公司向客户提供具有某种价值的产品或服务的过程中所表现出来的超越其他竞争对手的一种优势，依赖于这种优势，该企业能够在一定时期内保持超出所在产业平均水平的价值增值能力。

1.2.1 竞争优势创造超额价值增值

“竞争优势”概念最早是由英国张伯伦（E. Chamberlin）在1939年提出，Hofer和Schendel将其引入战略管理领域。但是真正开始对竞争优势进行系统和深入研究是哈佛大学商学院的迈克尔·波特，他在20世纪80年代中期出版了《竞争战略》和《竞争优势》，使竞争优势的研究开始成为战略管理学研究的核心，也使“竞争优势”成为在公司经营管理中最频繁使用的概念之一。

竞争优势的基本概念

价值增值是指企业产出价值与投入成本之间的差额。每一个公司都需要充分利用自身的资源从而能够使其在环境中生存并与对手竞争，使公司比行业竞争者带来更多的竞争优势以及更大的价值增值，这些价值增值将以利润、现金和向顾客提供服务的方式表现出来。

实现价值增值是企业生存和发展的基础。如果一个企业不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能使它购进的原材料或半成品增值，那么它就没有长期存在的必要。实际上在一些公司会出现负的价值增值（亏损）的情况：它们生产产品的最终价值不能弥补所有投入的成本，最终陷入破产。

波特认为：公司竞争优势“归根结底来源于企业为客户（即消费者）创造的超过其成本的价值。价值是客户愿意支付的价钱，而超额价值产生于以低于对手的价格提供同等的效益，或者所提供的独特的效益补偿高价而有余”。[1]

巴尼认为：“当一个企业能够实施某种价值创造性战略而其他任何现有和潜在的竞争者不能同时实施时，就可以说该企业拥有竞争优势”。[2]

在产业竞争市场中，一个企业具有了竞争优势并由此拥有超出产业平均水平的超额盈利能力，必然会吸引许多其他企业进行模仿和进入，从而会引发激烈的市场竞争使超额盈利水平下降直至消失。如果企业能够在较长的时期内持续保持超过产业内其他竞争对手的盈利水平，那么这个企业就具有了持续竞争优势。

企业持续竞争优势是在较长的一段时间内，在竞争者所有的仿制能力均尝试之后，企业仍能够保持的竞争优势。竞争优势是否能够持续以及持续多长时间，取决于企业的竞争优势“壁垒”。竞争对手想模仿优势企业的竞争优势，必须克服或通过创新避开优势企业的隔离机制，但是这需要额外增加其生

---

[1] （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第2页。

[2] Barney, J. B. 1991. “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage”. Journal of Management 17, p. 102.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产成本或降低其收益率，从而减弱其模仿和进入的驱动力，这种“壁垒”使竞争优势长期持续下去，并长期获得超额利润。

巴菲特将竞争优势壁垒称为“护城河”：“那些所提供的产品或服务周围具有很宽的护城河的企业能为投资者带来满意的回报。”㊀“我们喜欢持有这样的企业城堡：有很宽的护城河，河里游满了很多鲨鱼和鳄鱼，足以抵挡外来闯入者。㊁

竞争优势创造超额价值增值的三大驱动力

企业竞争优势的差异性表现在顾客对企业产品或服务的偏爱程度差异性，或者说这些差异可以为顾客带来的价值与众不同。具有竞争优势的企业与竞争对手相比往往拥有更高的盈利能力，能够获取更多的利润。

我们可以用一个微观经济学方程式对竞争优势进行简化的分析：

利润＝销售量×（销售价格－生产成本）

＝市场份额×市场总销售量×销售利润率

＝市场份额×市场总销售量×（销售价格－生产成本）

具有竞争优势的企业一般会比竞争对手获得更多的利润。这种超额利润只能有3个来源：更多的市场份额（在市场总销售量相对稳定时）、更低的生产成本、更高的销售价格。可以将这三个因素称之为基于竞争优势的三个价值驱动因素。

根据以上分析，竞争优势体现为两个基本类型和两种基本

㊀ Warren Buffett："Mr. Buffett on the Stock Market", FORTUNE, Nov. 22, 1999.

㊁ Whitney Tilson：Notes From the Berkshire Hathaway Annual Meeting, May 1, 2000, http://www.fool.com/boringport.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形式：

（1）市场份额优势：在产品销售利润率相近时，从市场的角度来看，竞争优势体现更大的市场份额。

（2）产品优势：市场份额本身会由于更低的生产成本或者更高的销售价格而增加：更低的生产成本使企业能以更低的销售价格出售，从而进一步增加市场份额；当企业由于产品的差异性能以更高的价格出售时，即使销售数量不变，市场份额也会增加。

从产品或服务的角度，竞争优势可以进一步归纳为更低的生产成本或者更高的销售价格。由此可以将基于产品的竞争优势归纳为两种基本类型：成本优势和差异化优势。

1.2.2 市场份额优势

一般来说，检验竞争优势的最可行、最客观的标准是相对市场份额和相对利润率。

与相对利润率相比，相对市场份额可能是更好的标准。一般来说细分市场的领导者如果能持续保持其领导地位，就表明其具有竞争优势。

相对市场份额往往是和相对利润率相关的。细分市场的领导者一般也拥有相对高于其竞争对手的利润率。波士顿顾问公司创始人亨德森指出："决定盈利水平的，正是竞争者在战略局部市场中所占的市场份额，而不是公司的规模"。[1]

---

[1] （美）卡尔·W·斯特恩，小乔治·斯托克编选：《公司战略透视》，上海远东出版社，1999年，第177页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析公司相对市场份额优势一般可按照以下步骤：

- 对公司进行业务竞争的市场进行细分；
- 确认细分市场上的领导者；
- 分析细分市场结构的稳定性。

竞争市场细分

评估竞争优势需要确定企业的相对市场份额，而确定市场份额的前提是对市场进行细分。只有正确地确定被分析公司的业务范围，即在什么竞争领域考察竞争优势，才能为准确分析竞争优势的形成基础。这里的市场细分与营销中的市场细分不尽相同，竞争优势分析中的市场细分主要是针对不同的竞争对手进行市场细分，更确切地说是“业务市场细分”或“竞争市场细分”。这一概念与亨德森提出的“战略性的局部市场”相似。“所谓战略性的局部市场，指的是企业可以获得竞争优势加以利用的那部分市场。战略性局部市场完全是从竞争性差异的角度来划分的。战略性局部市场分析则是根据竞争程度实现利润的最优化。”[一]

理查德·科赫提出了两个竞争市场细分的原则[二]：

- 如果你在不同的业务范围内（产品、顾客、流通渠道、国家、技术或任何可以分割与该公司有关的业务的手段），遇到的是不同的主要竞争对手，那么，这两个领域是不同的竞争细分市场。

㊀ （美）卡尔·W·斯特恩，小乔治·斯托克编选：《公司战略透视》，上海远东出版社，1999年，第175页。

㊁ （英）理查德·科赫著：《公司战略》，上海远东出版社，2002年，第108页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 即使公司在两个领域里遇到同样的主要对手，如果在两个市场中该公司和对手的市场地位有很大差别，这也肯定是两个不同的竞争细分市场。

专业化核心经营企业

关于“多元化”与“专业化”的争论已经持续了很久，每个公司情况不同相应有不同的选择。但大多数具有持续竞争优势的企业都是高度专业化的，集中于一种在细分市场上遥遥领先的核心业务。

专业化的公司是一个简单的公司，一切都保持简单：一个简单的经营战略、一条简单的产品或服务价值链、一个简单的组织结构。这种简单的专业化公司是巴菲特选择股票时最喜爱的公司类型。

美国著名营销大师阿尔·里斯指出：全球化是最大的经营趋势。而全球化进一步推动了专业化。“市场越大，专业化程度越高。市场越小，专业化程度越低，公司的经营也就多元化。随着全球化经济的发展，公司也必须变得越来越专业。……当自由贸易在全球范围内实现的时候，公司要想生存就必须走专业化的道路”。[㊀]

越来越多的研究表明，专业化生产是企业获取长期竞争优势的根本特征。因此我们寻找持续竞争优势企业应该集中于那些高度专业化的企业中。

克里斯·祖克和詹姆斯·艾伦研究发现，在过去的 20 年

㊀ （美）阿尔·里斯著《聚焦：决定你公司的未来》上海人民出版社，2002 年 6 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，世界上90%的公司未能取得持续盈利增长。他们通过对美国、澳大利亚、英国、法国、德国、意大利和日本7个国家的1996年销售收入大于5亿美元的1854家上市公司1988年至1998年10年间的数据分析，发现仅有13%的公司是超过10年的持续价值创造者：即持续保持5.5%以上的实际收入增长率且股东总收益（包括股票升值和股利再投资）超过资本成本（平均10年收回资本成本）。[一]他们发现许多持续创造价值的企业一般都是高度集中于核心业务的专业化企业，并且越来越领先于多元化经营且没有清晰核心业务的竞争者。

Gunter Rommel研究了39个德国的中型公司，发现盈利水平高的企业的共同特征是专业化：产品少、客户少，供应商也较少。[二]

由Kalcha Group公司顾问们进行的调查涉及了美国和英国700个企业，他们发现集中型的公司即只参与1到2项主要业务的企业比非集中型公司运作要好得多。集中型公司每股盈利平均增长率为18%，而非集中型公司只有11%。[三]

康斯坦丁诺斯·马科特斯对美国企业在20世纪80年代重新核心化的范围和影响进行了实证研究。他将重新核心化界定为专心于核心业务而决定减少经营活动的范围。他的研究表明：20世纪80年代美国最优秀的企业超过20%的企业重新核心化，60年代仅有1%。美国前100家企业在1981～1987年间发生的收购中，65%以上都是与核心业务相关的。[四]

[一][四]　（美）克里斯·祖克，詹姆斯·艾伦著：《主营利润：动荡时代的企业成长战略》，中信出版社，2002年，第177页，第41页。

[二][三]　（美）卡尔·W·斯特恩，小乔治·斯托克编选：《公司战略透视》，上海远东出版社，1999年，第153页，第157页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈克尔·波特在1987年的《哈佛商业评论》上发表了一篇关于分散化对企业业绩影响的研究报告，他考察了33家美国大企业从1950年到1986年的分散化的历史。他发现企业对新行业收购的剥离率平均在50%以上，对全新领域收购的剥离率超过60%，对不相关投资的剥离率几乎达到75%。[㊀]

Ramakrishnan 和 Thomas（1991）年研究了利润的构成对企业的作用，他们认为，利润的不同组成成份有不同的持久性，盈利的持久性是其组成成份不同持久性的平均数。他们把盈利的组成成份分成为三类：一是永久类，能无限持续；二是暂时类，只影响当期盈利；三是价格无关类，其持久性为零。其中主营业务利润是企业盈利的核心，具有永久的持续性，是利润中最稳定和最可预期的部分。

Lev, B. 和 S. R. Thiagarajan（1993）[㊁]研究结果表明，盈利的质量与其持久性呈显著的正相关关系，而主营业务利润比重又在很大程度上决定了企业的盈利质量和获利能力。

波士顿顾问公司的“三四律”

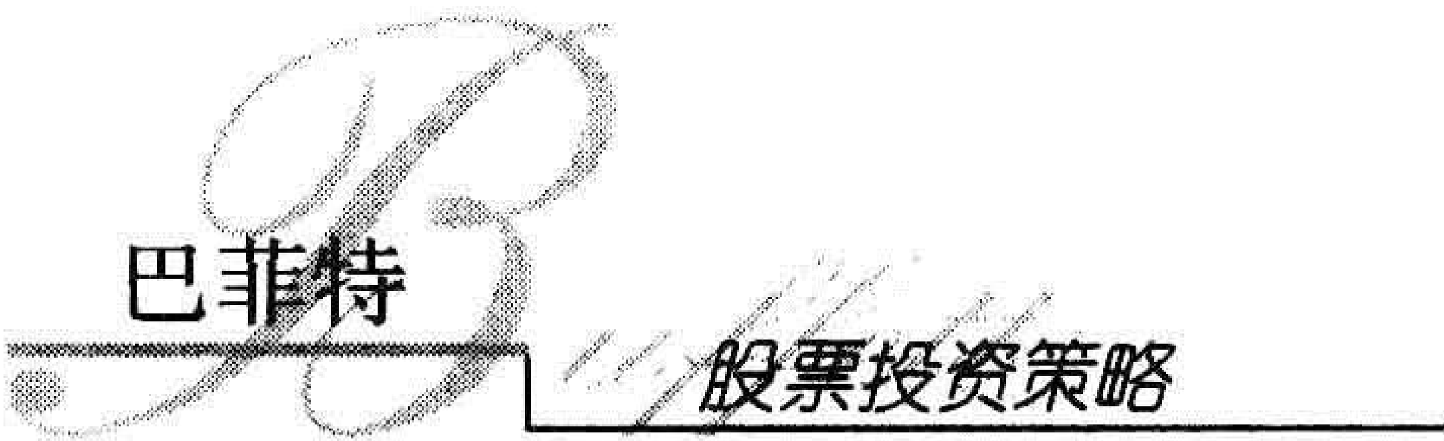
在我们对竞争市场进行细分，并寻找到相对市场份额最大市场领导者后，那么什么样的市场结构下竞争市场是比较稳定的呢？

波士顿顾问公司创始人亨德森于1976年提出了“三四律”：“在一个稳定的竞争性市场中，有影响力的竞争者数量

㊀ （美）克里斯·祖克，詹姆斯·艾伦著：《主营利润：动荡时代的企业成长战略》，中信出版社，2002年，第16页。

㊁ Lev, B. and S. R. Thiagarajan,（1993）. “Fundamental information analysis”, Journal of Accounting Research, 31（2）: 190-215.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



绝不会超过三个。其中，最大竞争者的市场份额又不会超过最小者的四倍。这个规律是由下面两个条件决定的：在任何两个竞争者之间，2:1 的市场份额似乎是一个均衡点。……市场份额小于最大竞争者的 1/4 就不可能有效地参与竞争。……三四律只是一种假设。它并没有经过严格的证明。但在诸如汽轮机、汽车、婴儿食品、饮料和飞机制造等特性迥异的产业中，这条规律与观察所得相当吻合”。[㊀]

分析巴菲特所投资的企业，如可口可乐、华盛顿邮报等，在其所在的竞争细分市场上，都是绝对的市场领导者，并且非常注意与竞争对手形成良好的竞争关系，以保持稳定的市场结构。以可口可乐为例，根据美国饮料行业数据服务公司公布的 2002 年度报告，在美国碳酸软饮料市场中，可口可乐 2002 年的市场占有率为 44.3%，销售量达到 29 亿加仑。而百事可乐的市场占有率为 31.4%，销售量为 20 亿加仑。两者的市场份额接近 80%，其他饮料厂商的市场份额只有 20% 左右，只有可口可乐和百事可乐的 1/4 左右，正好符合 80/20 定律。

1.2.3 成本优势与差异化优势

基于市场份额的竞争优势评估是企业整体优势比较，要寻找企业竞争优势的本质特征和内在根源，还需要从产品的角度进一步深入进行详细的评估。企业的竞争优势有多种多样的形式，但是从产品或服务的角度都可以归纳为两种最基本的形

㊀ （美）卡尔·W·斯特恩，小乔治·斯托克编选：《公司战略透视》，上海远东出版社，1999 年，第 43 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式：竞争对手长期无法复制的成本优势和差异化优势。

波特在其著名的《竞争优势》中指出："竞争优势有两种基本形式：成本领先和差异化"。[㊀] "尽管相对于其竞争对手有很多优势和劣势，企业仍然可以拥有两种基本的竞争优势：低成本或差异化。一个企业所具有的优势或劣势的显著性最终取决于企业在多大程度上能够对相对成本和差异化有所作为"。[㊁] "任何一个业绩优异的企业都具备其中之一或同时具备两种优势，即超凡的获利能力从逻辑上说只能来自于低成本和差异化中的高定价"。[㊂]

寻找成本领先优势

波特将成本领先优势定义为一个企业是同一产业中的低成本生产厂商。如果一个企业能够创造和维持全面的成本领先地位，那么它只要将价格控制在产业平均或接近平均的水平，它就能够获取优于平均水平的经营业绩。[㊃]成本优势不仅仅是指企业成本低于产业平均水平，而是指企业生产成本明显低于产业平均水平。因此只要该企业能够将价格控制在产业平均的市场价格水平或接近平均水平，就能获得高于产业平均水平的超额盈利。

成本优势来自企业成本明显低于产业平均水平，但这种成

㊀ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第2页。

㊁ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第10～11页。

㊂ Porter, M. E. 1991. "Towards a Dynamic Theory of Strategy". Strategic Management Journal 12, p. 101.

㊃ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第12页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本领先仍然必须在相对竞争对手产品差异化的基础上创造相等或近似的顾客价值，才能取得超额盈利水平。一般来说，成本优势主要体现在三个方面：①提供与竞争对手具有相同顾客价值的产品，但在生产成本上明显低于竞争对手；②提供与竞争对手相似的顾客价值的产品，但企业的相对成本优势大于它与竞争对手之间的价格差异，由此可以同时增加顾客价值和自身利润；③提供在顾客价值上与竞争对手有差异的产品，产品的顾客价值和生产成本都低于竞争对手，但成本差异超过顾客价值差异，公司通过重新定义产品而获得竞争优势。典型的成本优势厂商通过生产销售标准的产品并且极力强调从一切来源中获取规模经济或绝对成本优势。

波特认为，企业获取成本优势有两种主要方法：①控制成本驱动因素：企业可以在总成本中占有重大比例的价值活动的成本驱动因素方面获得优势；②重构价值链：企业可以采用有所不同、效率更高的方式来设计、生产、销售产品。[㊀] 为了着重识别持续竞争优势的企业，重构价值链后的企业未来经营难以预测，在此我们重点分析成本驱动因素。

波特认为 10 种主要成本驱动因素决定了企业价值活动的成本行为：[㊁]

- 规模经济或不经济：规模经济产生于以不同的方式和更高的效率来进行更大范围的活动能力，或产生于更大的销售量中分摊无形成本的能力。

㊀ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 100 页。

㊁ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 70～82 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 学习和溢出：一项价值活动由于学习提高其效率从而可能随着时间的推移而使成本下降。这主要是企业在生产过程的多次重复中不断积累相关的知识、技术和技能等，从而不断改进产品设计，减少缺陷，优化生产流程。
- 生产能力利用模式：当一项价值活动与大量固定成本相联系时，活动的成本就会受到生产能力利用率的影响。价值活动构成的不同方式会影响它对生产能力利用率的敏感性。利用率越高，固定成本越低。
- 联系：一项价值活动的成本常常受到其他活动实施情况的影响，这种联系包括公司价值链内部的联系和公司价值链与供应商以及销售渠道价值链之间的纵向联系。对各种联系活动的最优化与协调，是创造成本优势的强有力的来源。
- 相互关系：企业内部与其他业务单元的种种关系对成本有重要的影响，尤其是当一项价值活动可以与一个兄弟业务单元共享时的相互关系。
- 整合：一项价值活动的纵向整合的程度可能影响其生产成本。
- 时机选择：一项价值活动的成本常常反映了对时机的选择。有时企业作为率先行动者可以在市场上取得捷足先登的优势，但迟后行动者也可能有后发制人的优势。
- 独立于其他驱动因素的自主政策：一项价值活动的成本问题受到企业政策选择的影响，而相对独立于其他成本驱动因素。自主政策选择反映了企业有意识地在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本和差异化之间权衡取舍。

- 地理位置：地理位置几乎对所有价值活动的成本都具有一定影响。
- 制度因素：包括政府法规、工会、税收等制度因素对成本也有较大影响。

寻找差异化优势

波特（1985）认为，当一个企业能够为顾客提供一些独特的、对于顾客来说其价值不仅仅是价格低廉的产品或服务时，这个企业就具有了区别于其竞争对手的差异性㊀。这种差异化可使企业控制产品溢价，为企业赢得顾客忠诚，使企业在一定的市场价格水平下出售更多的产品或服务，或者能够以更高的价格出售相同数量的产品或服务从而获取溢价收益。如果企业获得的溢价超出企业为形成经营差异性而追加的成本和费用，那么差异化优势就会为企业创造出众的业绩。差异化优势的前提是顾客能够从产品或服务的特殊性能中获得的价值差异超过他们支付的成本差异。

差异化优势主要表现为以下几种形式：①提供与竞争者生产成本相近的产品，但能够为顾客提供更多的价值。②提供生产成本稍高于竞争对手、但质量却明显高于竞争对手的产品。③提供生产成本明显高于竞争对手的产品，但能够为顾客创造更多的价值，即价值差异明显大于成本差异。

竞争优势的核心是差异化，即企业与竞争对手的差异化，

㊀ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997 年 1 月，第 123 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体现在一个企业提供与竞争对手不同的产品或服务，以至于市场上大部分顾客比较偏爱这种企业产品或服务。这种差异化是竞争优势的根本来源。

波士顿顾问公司创始人亨德森指出："形成有别于竞争对手的差异是在自然竞争中生存的前提条件。虽然这些差异可能不很明显，但在同一时间、同一地点、以相同方式生活的竞争者之间是极难维持稳定局面的。在某些常见的竞争环境下，差异可能给一个竞争者带来压倒其他对手的优势。这种差异的价值，成了衡量某个竞争者未来的兴旺程度和生存前景的尺度"。[1]

波特（1985）认为，差异化优势主要来源于企业的价值链，来源于企业所进行的各种具体活动和这些活动影响顾客的方式。这些独特的活动使企业提供产品或服务具有独特性，这种独特性能够为顾客创造价值，而且是竞争对手无法提供的。"除非企业经营差异化的来源始终对其顾客具有价值而且不易被竞争对手模仿，否则它就不可能长期产生溢价。因此企业必须找到受到各种壁垒防护而不为竞争对手模仿的持久的独特性来源"。[2]

巴菲特将差异化竞争优势称为"经济特许权"（economic franchise），他在伯克希尔1991年报中指出："藉由特定的产品或服务，一家公司拥有经济特许权：（1）产品或服务确有需要或需求；（2）被顾客认定为找不到其他类似的替代品；

---

[1] （美）卡尔·W·斯特恩小乔治·斯托克编选：《公司战略透视》，上海远东出版社，1999年，第6~7页。

[2] （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第158页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）不受价格上的管制。一家具有以上三个特点的公司，就具有对所提供的产品与服务进行主动提价的能力，从而能够赚取更高的资本报酬率”。

波特（1985）认为，企业获取差异化优势有两种主要方法：①控制相关驱动因素，在当前的价值活动中增加更多的独特性来源。②重构全新的价值链以增加独特性。[㈠]

波特（1985）认为，企业在某种价值活动中的独特性取决于一系列基本的驱动因素，这是企业某些价值活动之所以独特的根本原因。这些因素与前面的成本驱动因素类似。识别这些因素，有助于我们分析企业差异化优势。独特性的主要驱动因素包括：[㈡]

- 政策选择：企业对进行什么样的活动和怎样进行作出政策选择，这可能就是一个单一的最普遍的驱动因素。
- 联系：独特性往往来源于价值链内部的联系或者企业与供应商和销售渠道的联系。
- 时机选择：一项价值活动开始之日就是独特性形成之时。有时企业作为率先行动者可以在市场上捷足先登，防止其他厂商效仿，但迟后行动者也可能有后发制人的优势，如采用最新技术。
- 相互关系：某种活动的独特性可以产生于企业内部姐妹业务单元之间的合作。

㈠ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第158页。

㈡ （美）迈克尔·波特著：《竞争优势》，华夏出版社，1997年1月，第127～130页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 学习和模仿过分：某种活动的独特性可以是学习如何更好地开展该活动的结果。
- 整合：一项价值活动的纵向整合的程度可能影响其独特性。
- 规模：大规模生产会具有小批量生产所不具备的特点。
- 制度因素：包括政府法规、工会、税收等制度因素对独特性也有较大影响。

1.3 寻找持续竞争优势

> 像可口可乐和吉列这样的公司很可能被贴上“注定必然如此”（The Inevitables）的标签。……从来没有哪位明智的观察家，甚至是这些公司最强有力的竞争者，会怀疑未来可口可乐和吉列会继续在其遍布世界的领域中占据主导地位的能力。
>
> ——巴菲特

巴菲特以长期投资而闻名，他经常长期投资数年甚至十几年。他每次投资分析时，都假设自己要长期持有10年以上：“让我们假设，你将离开10年之久，在此之前你想要进行一项投资，离开的10年间你了解的只能和你现在一样多，而且无法改变你离开时所发生的一切。这时你会怎么想？”[1]

---

[1] Kilpatrick, Andrew: Of Permanent Value : The Story of Warren Buffett Birmingham, Alabama: AKPE, 1994. Page 198.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特最成功的投资来自于对于那些竞争优势长期持续“注定必然如此”的伟大企业：

“伟大企业的定义如下：在25年或30年后仍然能够保持其伟大企业地位的企业”。[一]

“像可口可乐和吉列这样的公司很可能会被贴上‘注定必然如此’（The Inevitables）的标签。预测者对这些公司在未来的十年或二十年里到底会生产多少软饮料和剃刀的预测可能会略有差别，我们讨论‘注定必然如此’也并不意味着就不用再考察这些公司必须在生产、销售、包装和产品创新等领域内继续进行的努力工作。但是，在诚实地评估这些公司后，最终从来没有哪位明智的观察家，甚至是这些公司最强有力的竞争者，会怀疑在投资寿命期限内可口可乐和吉列会继续在其遍布世界的领域中占据主导地位的能力。实际上他们的主导地位很可能会更加强大。在过去的10年中，两家公司都已经明显地扩大了他们本来就非常巨大的市场份额，而且所有的迹象都表明在下一个10年中他们还会再创佳绩。”[二]

巴菲特自己的投资分析经验表明，只有少数企业具有长期持续竞争优势：“当然，查理和我即便在寻觅一生之后，也只能够鉴别少数竞争优势持续‘注定必然如此’的公司。领导能力本身提供不了什么必然的结果：看看几年前通用汽车、IBM和西尔斯百货所经历的震荡，所有这些公司都享受过很长一段表面上看起来所向无敌的时期。尽管有一些行业或者一些

㊀ Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1989.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的领导者具有实际上无以伦比的优势，因此自然而然成为行业中翘楚，但大多数公司并不能做到这一点。在确定一家注定必然如此的公司时，都会碰到十几家冒牌货，这些公司尽管高高在上却在竞争性攻击下会脆弱得不堪一击。考虑到成为一家注定必然如此的公司有多么困难，查理和我认识到我们所能发现注定必然如此的企业数目永远不能赶上蓝筹股 50 家（Nifty Fifty）排行榜，甚至‘璀璨明星 20 颗’（Twinkling Twenty）。因此，在我们投资组合中除了注定必然如此的公司外，我们还增加了几家‘可能性高的公司’（Highly Probables）”。[1]

巴菲特将那些竞争优势长期持续“注定必然如此”的伟大企业比喻为“游着鳄鱼的很宽的护城河保护下的企业经济城堡”。巴菲特认为他长期投资的可口可乐和吉列公司正是这种经济城堡的典范：“就长期而言，可口可乐与吉列所面临的产业风险，要比任何电脑公司或是通讯公司小得多，可口可乐占全世界饮料销售量的 44%，吉列则拥有 60% 的剃须刀市场占有率（以销售额计），除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有哪家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。更重要的，可口可乐与吉列近年来也确实在继续增加他们全球市场的占有率，品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，使得他们拥有超强的竞争力，就像是在他们的企业经济城堡周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司每天都在没有任何这样保障的情况下浴血奋战”。

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为企业竞争长期持续的根本原因在于"经济特许权"（economic franchise）"一项经济特许权的形成，来自于具有以下特征的的一种产品或服务：（1）产品或服务是顾客需要或者希望得到的；（2）被顾客认定为找不到很类似的替代品；（3）不受价格上的管制。以上三个特点的存在，将会体现为一个公司能够对所提供的产品与服务进行主动提价从而赚取更高的资本报酬率的能力。不仅如此，经济特许权还能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低经济特许权的获利能力，但是并不会对它造成致命的伤害"。㊀

"根据 Fortune 杂志在 1988 年出版的投资人手册，在全美五百大制造企业与五百大服务企业中，只有 6 家公司过去 10 年的股东权益报酬率超过 30%，最高的一家也不过只有 40.2%。……在 1977 年到 1986 年间，总计 1 000 家中只有 25 家能够达到业绩优异的双重标准：连续 10 年平均股东权益报酬率达到 20%，且没有 1 年低于 15%。这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星，在所有的 25 家中有 24 家的表现超越 S&P500 指数。这些 Fortune 冠军榜企业的两个特点可能会让你大吃一惊：第一，其中大企业只使用相对于其利息支付能力来说很小的财务杠杆。真正的好企业常常并不需要借款；第二，除了一家企业是高科技企业和其他几家是制药企业之外，绝大多数企业的业务一般都非常平凡普通。它们大都出售的还是与十年前基本上完全相同的、并非特别引人注目的产品（不过现在销售额更大，或者价格更高，或者二者兼而有

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之)，这25家明星企业的经营记录再次证实：继续增强那些已经相当强大的经济特许权，或者专注于一个遥遥领先的核心业务，往往是形成非常出众的竞争优势的根本所在。”[⊖]

经过对企业竞争优势文献的研究，我们认为巴菲特所称的经济特许权与核心竞争力的概念非常一致。

企业在产业竞争中的竞争优势直接体现为企业能够抓住外部产业环境中的市场机会，提供低成本的同质产品或差异化的异质产品。尽管产业竞争环境对企业竞争优势有很大的影响，但相比较而言，企业自身的内部因素更为重要，企业根本的内在基础是企业所拥有或控制的资源和能力。企业的内部资源和能力决定了企业在产业竞争中能够做什么，是企业进行竞争的基础。但是外部的产业市场机会和内部的资源都不可能直接转化为竞争优势，而是需要经过一定的中间过程或程序。这个将企业外部的产业市场机会和企业内部的独特资源相结合形成持续竞争优势的关键因素，就是企业的核心竞争力。

分析世界500强企业，几乎无一不在技术诀窍、创新能力、管理模式、市场网络、品牌形象、顾客服务等方面具有核心竞争力。这些公司成功的过程，也就是其通过培育和发展核心竞争力取得持续竞争优势的过程。

这种真正具有核心竞争力并形成长期持续竞争优势的企业的数量非常之少，加上研究时间较短，使对核心竞争力的判断像对稀世珍宝的判断一样既是科学又是艺术。正因为如此，像巴菲特那样拥有这种出众判断能力的人才能在股市中获得巨大

⊖ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资回报。

与企业战略研究中从内部分析核心竞争力不同，我们是从一个投资人的立场出发，以外部分析的角度，判断企业是否具有核心竞争力。一般来说，可以根据以下三个步骤进行分析：

- 第一步，对核心竞争力进行全方位界定，分析其定义、类型、载体、作用。
- 第二步，分析核心竞争力在外部表现出来的基本特征。
- 第三步，根据这些特征来对核心竞争力进行外部分析判断。

1.3.1 核心竞争力的基本定义

C. K. Prahalad 和 G. Hamel 在 1990 年发表的“公司的核心竞争力”中将核心竞争力定义为：“组织中的集体性（积累性）学识（学习过程），特别是关于如何协调不同的生产技能和有机整合多种技能的学识”（the collective learning in the organization, especially how to coordinate diverse production skills and integrate multiple streams of technologies）。[一]

应当注意的是，其中的两个关键词在翻译成中文时有多种含义：“collective”即有“集体性”的含义，又有“积累性”的含义；“learning”即表示在某一时点形成的学识状态，也表示某一个动态的学习过程。

C. K. Prahalad 和 G. Hamel（1990）认为，核心竞争力的

[一] Prahalad, C. K. and G. Hamel. 1990. “The Core Competence of the Corporation” Harvard Business Review, May-June, pp. 79～91.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实质是一种能力，但它们并不是一般或普通的能力，而是超越于普通能力或技巧的更高级别或层次的能力。核心竞争力是一个企业的一组技能和技术的集合体，或对相关多种技术学习心得的总和与组织知识的总和，并非单个分散的技能或技术与组织知识。不应将核心竞争力与核心产品和核心能力相混淆。核心竞争力注重企业价值链中的个别关键优势，与能力有所不同。核心竞争力是能使企业提供附加价值给客户的一组独特的技能和技术。

麦肯锡管理咨询公司的 Kevin P. Coyne、Stephen J. D Hall、Patricia Gorman Clifford（2001）认为核心竞争力是指不管一个企业在结构上有没有竞争优势，只要它在少数技能或者知识领域出类拔萃，就可以实现成功。“核心竞争力是群体或团队中根深蒂固的、互相弥补的一系列技能和知识的组合，借助该能力，能够按世界一流水平实施一到多项核心流程。该定义排除了以往常被组织称为“核心竞争力”的很多技能或特质。专利、品牌、产品和技术都不能算核心竞争力；战略规划、灵活应变和团队协作这些内涵广泛的管理能力不能算核心竞争力；质量、生产率、客户满意度等常见的企业主题也不能算核心竞争力。[⊖]

总之，企业核心竞争力的本质在于它是企业持续竞争优势的源泉，核心竞争力是一种不同寻常的、推动企业价值增值的、最核心的竞争力。

G. Hamel 认为核心竞争力可以分为三种基本类型：①市场渠道能力：指推动企业更加接近消费者或市场的能力，主要

⊖ Kevin P. Coyne, Stephen J. D Hall, Patricia Gorman Clifford：“亦真亦幻的核心竞争力”，《麦肯锡高层管理论丛》，2001 年第 2 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括品牌拓展管理、市场营销、分销渠道、后勤和技术支持等方面的能力；②整合能力：指使企业更快、更加灵活地、或更加优质地生产产品或提供服务的能力，主要包括质量、产品周期和即时生产与库存管理等方面的能力；③功能性能力：指企业通过提供具有差异性功能的产品或服务，为消费者创造的差异性价值的能力。

麦肯锡管理咨询公司认为核心竞争力包括两类能力："（1）洞察力、预见力。这些能力有助于企业发现并掌握能够形成先行一步优势的事实或模式。……（2）业务一线的实施能力。因一线人员工作差异显著，导致终端产品和服务也产生很大差异，从而导致实施能力的不同。业务一线实施能力可以定义为交付产品或服务的独特能力，产品和服务质量能达到顶尖的工作者在理想状况下所能产生的最佳水平"。㊀

C. K. Prahalad 和 G. Hamel 用一棵大树的各个组成部分来比喻企业的核心竞争力与核心产品及最终产品相互之间的关系："企业是一棵大树，树干和主枝是核心产品，小树枝是战略业务单位（strategic business unit，SBU）。树叶、花和果实则是最终产品。为整棵树提供养分、支撑力和稳定性的树的根系就是核心竞争力"。核心产品是一种具有物质形态的产品，是企业核心竞争力的物质载体或物化形式，是一种或多种核心竞争力的物质和市场体现。核心产品是企业最终产品的关键组成部分，是联系核心竞争力与最终产品的纽带、中间产品或服务。

㊀ Kevin P. Coyne，Stephen J. D Hall，Patricia Gorman Clifford："亦真亦幻的核心竞争力"，《麦肯锡高层管理论丛》，2001 年第 2 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

C. K. Prahalad 和 G. Hamel 认为，决胜未来的市场竞争通常需要经历三个明显不同而又互相重叠的阶段：（1）产业远见与智力先见：这要求企业把握未来的趋势，以利用它们来改变产业界限并创造新的竞争空间；（2）发展路径：企业之间主要竞争生产产品或提供服务所需的必要能力、产品或服务概念的合理性及生命力、生产所需的基础性结构等；（3）产品市场地位和市场份额：这是市场竞争的最后阶段，期间企业之间主要竞争产品的功能、质量、成本和价格等外在属性。[㊀]

C. K. Prahalad 和 G. Hamel 把市场竞争的三个阶段比喻为女人怀孕的三个阶段：受孕期、怀胎期和分娩期。传统战略管理理论的缺陷在于一般只重视最后一个阶段，忽视了前两个阶段的基础性和重要性。只有清楚地分析了前两个阶段，才有可能真正赢得最终产品阶段的竞争。从核心竞争力的角度，C. K. Prahalad 和 G. Hamel 把市场竞争的三个阶段归为核心竞争力的四个层次：开发和获取构成竞争力的技能和技术之争、整合核心竞争力之争、扩大核心产品之争、扩大最终产品份额之争。[㊁]

1.3.2 核心竞争力的四个基本特征

核心竞争力的本质特征在于其是企业持续竞争优势的源泉。核心竞争力识别的关键也在于判断其对于企业持续竞争优势形成和提升的作用。

㊀ （美）加里·哈梅尔，C·K·普拉哈拉德著：《竞争大未来》，昆仑出版社，1998 年，第 50～51 页。

㊁ （美）加里·哈梅尔，C·K·普拉哈拉德著：《竞争大未来》，昆仑出版社，1998 年，第 225～233 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值性

核心竞争力是一家企业超越竞争对手的原因，是持续竞争优势的源泉，因此核心竞争力对企业差异化竞争优势具有重要的贡献。核心竞争力的价值特性，表现在三个方面：

（1）创造消费者价值：核心竞争力通过创造符合市场需求的产品来实现顾客所特别注重的价值，比竞争对手为顾客提供更多的价值。一项能力之所以是核心的，是因为它形成了企业价值链中的个别关键优势，能够实现顾客所特别注重的价值。

（2）创造企业价值：核心竞争力在企业创造价值差异和成本差异方面具有核心地位，能显著提高企业的盈利能力。核心竞争力表现在企业以比竞争对手更低的成本满足顾客的需求，或以同样的成本满足顾客更多的、更高的需求。同时核心竞争力必须能够把它本身的优势传递给公司，为公司创造更多的价值增值，而尽量不能让顾客、竞争者、供应商获得。

（3）利用机会或抵抗威胁：核心竞争力的价值使企业能够在相同的环境中比竞争对手更好地利用机会或抵抗威胁，是一种综合的和动态的竞争力。其价值体现在核心竞争力与其他能力的结合、以及与市场需求的相互影响过程中，并随着时间变化而变化。

关键性

核心竞争力之所以是核心的，是因为它是企业最关键的价值驱动因素，对最终产品或服务的价值具有最重要的贡献。核心竞争力具有支持多种最终产品或服务的潜能，它既是联系企业现有各种业务的“底盘”，也是开展新业务的“发动机”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使企业拥有进入其他市场的潜力。同时一种核心竞争力可以成为一个更高层次核心竞争力的组成部分，形成新的更具效率的核心竞争力。

人们往往错误地认为，只要在某个方面做到具有最强大的核心竞争力，就可以抵消其他劣势，保证公司整体具有竞争优势。事实上，选择侧重于一两项具体竞争力，并不能消除规模或范围的劣势，也不能弥补其他领域的不足。要想通过核心竞争力导向型的战略取胜，该核心竞争力必须比该行业相关的所有战略因素都更为重要，比如结构性优势或者获取廉价资源的能力就属于这种强大的核心竞争力。

独特性和稀缺性

核心竞争能力是一种独一无二、不同寻常的竞争力，这种竞争力体现在其相对于其他所有竞争对手更加卓越。核心竞争力相对于对手的竞争力不仅是超出，而是远远超出。核心竞争力的差异决定了企业经营效率之间的差异。这种独特性同时也表明核心竞争力是稀缺的，很难形成，而且形成后其他对手难以模仿。核心竞争力的独特性也表明其不能被其他一般性能力所等效替代，从而能支持企业实施与众不同的战略并取得竞争优势。但如果存在其他既不稀缺、又可以仿制的替代性能力，使其他现有和潜在的竞争对手用以实施相似的战略，那么企业的竞争优势将很快消弱甚至消失。

难以模仿

核心竞争力如果具备竞争优势就必须不易被模仿。企业拥有创造价值的核心竞争力，获得经济租金的能力依赖于相关能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力模仿的难易程度。其他竞争对手在仿制企业的核心竞争力时面临成本劣势，这使企业具有了持续的竞争优势。核心竞争力之所以难以模仿，主要原因是存在以下模仿障碍，使核心竞争力与竞争优势之间的关系、作用方式很难被竞争对手甚至优势企业自身所完全认识。

知识模糊性

核心竞争力中往往包含了大量具有“方法论”的知识，既有企业的独特技术、操作技能、诀窍等，也有组织管理和企业文件等，其内容难以用语言、文字、符号来直接描述，因而是一种隐性知识。这种隐性知识对于外界甚至企业自身都是模糊的，常常隐藏于企业的管理体制、企业文化、企业技术流程中，并且分散在不同的业务单元或个人手中。

路径依赖性

核心竞争力是企业在长期经营中的历史经验积累形成的，依存于企业发展过程中特定的历史条件和历史环境，具有相当程度的路径依赖性。路径依赖性简单地讲就是指“历史决定现在，现在来源于历史”。这种路径依赖性使核心竞争力难以通过交易获得和被对手复制。

社会复杂性

尽管确认企业在哪些方面比竞争对手做得好是可能的，但是要识别为什么会做得好通常是不可能的，即“普遍模糊”。核心竞争力的获得涉及多种相关的社会关系，包括声誉、信用、友谊等，这些是很难完全理解和模仿的。

不可完全转移性

核心竞争力很难在企业间进行转移或流动，不能够被其他竞争对手轻易获得，或者说在其他企业无法形成原有的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值创造能力，这有助于形成企业竞争优势的持续性。核心竞争力的不可完全转移性主要来源于相关资源要素市场的不完全竞争性，如地理性固定、不完全信息、专用性、组织能力的附着性等因素的限制，这使竞争对手难以通过公开的市场交易购买相同的资源形成相同的能力。由于核心竞争力具有特殊性和一般不具有完全转移性，形成核心竞争力的投资总的来说是不可还原的，它实际上形成了一种刚性，构成一种进入和退出壁垒。

资产专用性

资产专用性是某项资产在某种特定用途方面能够发挥其最大的效用，而在其他方面的作用就相对较小。企业的专用性资产，尤其是企业的专用性技术、知识的获得需要长期的经验积累，根本无法在公开市场通过公开交易取得。那些具有专用性的资产假如被转移到其他企业，其价值就会大大降低甚至消失，因此它们很难与现有企业中的资产使用者分离。

1.3.3 在股票投资中核心竞争力的外部识别

由于核心竞争力具有上述特点，因此核心竞争力的识别就变得非常困难，而且大多数被引证的企业案例往往带有事后追溯的特征，也就是说一个企业之所以成功是因为它已经成功了，一个企业之所以具有核心竞争力是因为它已经取得了竞争优势。而我们在投资过程中的任务是从企业的成长历程出发(即从“事前”和“事中”的角度)，寻找识别核心竞争力的有效方法，以确认那些具有核心竞争力且未来拥有持续竞争优势的优秀企业，使之成为长期价值投资的目标企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般识别核心竞争力的基本方法有两种：一是以活动为基础，二是以技能为基础。这两种方法有助于企业从内部识别自身的重要活动和关键技能，但这里有一个很大的缺陷，就是主要是从企业制定战略的角度出发，前提是可以取得所需要的企业内部大量的信息，而这是在投资过程中很难具备的条件。在价值投资过程中核心竞争力的识别只能从外部信息开始，这与从企业内部制定战略时识别核心竞争力有很大的不同。

由于在投资中我们主要是从外部进行分析，因此我们重点分析企业的核心竞争力是否真正符合前面总结的基本特征：价值性、关键性、独特性、难以模仿性。

核心竞争力能够创造客户价值和企业价值吗？

核心竞争力是持续竞争优势的源泉，因此核心竞争力对企业能否超出平均水平的价值增值具有重要的贡献。我们可以从价值增值方面来判断公司核心竞争力：

核心竞争力是指是否为客户创造了特别的价值？

我们从外部客户开始，最好首先从自身的消费经验出发，分析企业是否带给客户所看重的价值，或者带给客户最大的价值增值。识别核心竞争力就必须弄清：客户愿意付钱换取的究竟是什么？客户为什么愿意为某些产品或服务付更多的钱？哪些价值因素对客户最为重要，也因此对实际售价最有贡献？经过如此分析，可以初步识别出那些能够真正打动客户的核心竞争力。

核心竞争力是否为企业创造了特别的价值？

通过分析企业的长期经营记录，我们可以分析核心竞争力是否使企业能够在相同的环境中比竞争对手更好地利用机会或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵抗威胁，是否为企业创造价值差异和成本差异作出突出的贡献，是否显著提高了企业的盈利能力?

核心竞争力在企业价值创造中具有最关键的作用吗?

核心竞争力的核心地位首先体现在产品价值创造中的核心地位，核心竞争力必须是企业最关键的价值驱动因素，形成企业价值链上的关键环节，为客户创造独特的价值贡献。

其次，核心竞争力的核心地位体现在公司整体价值中的核心地位，核心竞争力必须比该行业相关的所有战略因素都更为重要，它是形成公司整体竞争优势的核心因素。

核心竞争力是否具有独特性和稀缺性?

核心竞争力是一种独一无二、不同寻常的竞争力，相对于对手的竞争力不仅是超出，而是远远超出。如果一项竞争力是核心竞争力，那么该竞争力必须能够胜过所有的或者大部分竞争对手。最简便的检验方法是：“企业的这项竞争力是否超过领先的竞争对手?”投资者必须根据外部独立机构的测评结果，结合自己的调研和经验判断，从技术、客户意见、行业对比等方面推断出企业的该项竞争力是否卓越超群。

一般来说，只要核心竞争力所形成的产品供不应求，产品具有稀缺性，那么可初步判断这种核心竞争力就具有一定稀缺性，能继续创造竞争优势。

核心竞争力究竟稀缺到什么程度才能为企业创造竞争优势，是一个很难准确量化的问题。一个办法是列举法：在本行业中寻找类似具有核心竞争力的企业，能够找到的具有同类核心竞争力的企业越少，该企业的核心竞争力就越具备稀缺性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特征。

最强有力的竞争对手成功模仿需要多大的代价和多久的时间？

核心竞争力必须不易被模仿，否则就可能很快为竞争对手所复制而形成类似的竞争力，使企业丧失竞争优势。难以模仿性越强，核心竞争力越能持续更长的时间。核心竞争力的难以模仿性决定了企业竞争优势持续期的长短。

测试核心竞争力难以模仿性的最有效方式是回答这样一个问题：同行业内最强有力的竞争对手需要多大的代价和多久的时间才能成功模仿？模仿的难度越高，说明了核心竞争力越稀缺，竞争优势可持续性就越强。

在判断难以模仿性方面，一般可重点关注三个方面：

核心竞争力复杂吗？

一项复杂的核心竞争力往往是在企业长期的经营历史中形成的，扎根于根深蒂固的文化传统，依赖于组织内多个职能的长期的默契配合，其中隐含了大量工作或流程中员工的隐性知识，这种竞争力的复制将耗费更多时间，难度大，难以模仿性强。

核心竞争力模糊性强吗？

核心竞争力中蕴含的组织因素和知识因素越多，其模糊性越强，越难以模仿。只包括少数几种组织因素和知识因素的核心竞争力容易模仿，而包含了各种各样因素微妙组合的核心竞争力模仿起来就难得多。对于模糊性的竞争力甚至公司本身也都不一定清楚了解其核心竞争力的独特性是什么，对手更加难以理解，所以更加难以模仿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司无形资产实力强大吗?

有形的资产容易复制，无形资产则困难得多。核心竞争力更多是隐藏在无形资产中，因此识别企业的核心竞争力的捷径是从分析企业的无形资产着手，特别是品牌、渠道、文化、制度和程序等方面，因为这些因素是企业自身长期投资、学习和积累的结果，因而具有难以模仿和复制的特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。内在价值的定义很简单，它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值”。

——巴菲特

第2章

估值原则：现金为王

经济学家知道任何东西的价格而对其价值则一无所知。

——萧伯纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在生活中，我们经常发现最有能力的人不一定是成功者。在体育比赛中，技术最优秀的运动员并不一定能最终夺冠。在商业世界中，许多声名赫赫并且拥有巨大竞争优势的公司也不一定值得投资。竞争优势并不等于投资价值。

有这么一则故事：布莱德利参议员进入参议院时，他头上有两个耀眼的光环：他不仅是美国常春藤名校普林斯顿最优秀的学生，之前还是NBA（美国国家职业篮球联赛）著名球星。有一次他被邀请出席一个大型宴会并发表演讲。这位自信的参议员坐在贵宾席上，等着发表演讲。

这时一个侍者走过来，将一块黄油放在他的盘子里。布莱德利立刻拦住了他："打扰一下，能给我两块黄油吗？"

侍者说："对不起，一个人只有一块黄油"。

"我想你一定不知道我是谁吧，"布莱德利高傲地说道，"我是罗兹奖学金获得者、NBA球星、世界冠军、美国参议员比尔·布莱德利"。

听了这句话，侍者回答道："那么，也许你也不知道我是谁吧"。

"这个嘛，说实在的，我还真不知道，"布莱德利回答道，"你是谁呢？"

"我嘛，"侍者不紧不慢地说道，"我就是主管分黄油的人"。[㊀]

在权力的世界中，总会有人主管分黄油。在投资的世界中，投资者是主管分黄油的人。

投资者决定将世界上最重要的资源——现金分配给哪一家公司。而决策的惟一标准不是公司是否具有竞争优势，而是公司的竞争优势能否为投资者的将来带来更多的"黄油"，即更多的现金。

㊀ （美）马修斯著：《硬球：政治是这样玩的》，新华出版社，2003年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 估值原则：现金为王

价值投资人在寻找到具有持续竞争优势的企业后，买入其股票并不能保证他获得利润。他首先要对公司价值进行评估，确定自己准备买入的企业股票的价值是多少，然后跟股票市场价格进行比较。价值投资最基本的策略正是利用股市中价格与价值的背离，以低于股票内在价值相当大的折扣价格买入股票，在股价上涨后以相当于或高于价值的价格卖出，从而获取超额利润。巴菲特称之为“用40美分购买价值1美元的股票”。

价值评估是价值投资的前提、基础和核心。巴菲特在伯克希尔1992年报中说：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段”。可以说，没有准确的价值评估，即使是股神巴菲特也无法确定应该以什么价格买入股票才划算。

总结巴菲特的估值经验，要进行准确的价值评估，必须进行以下三种选择：

一是选择正确的估值模型。

二是选择正确的现金流量定义和贴现率标准。

三是选择正确的公司未来长期现金流量预测方法。

2.1 正确的估值模型

> 内在价值的定义很简单，它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。
>
> ——巴菲特

巴菲特的导师格雷厄姆第一个在证券分析中提出了“内在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值”的概念：“证券分析家似乎总是在关注证券的内在价值与市场价格之间的差距。但是，我们又必须承认，内在价值是一个非常难以把握的概念。一般来说，内在价值是指一种有事实——比如资产、收益、股息、明确的前景等——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格”。㊀

巴菲特在几十年的投资实践中对内在价值的概念作了进一步发展和完善，他在伯克希尔1996年的伯克希尔股东手册中对内在价值定义如下：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了惟一的逻辑手段。内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值”。㊁

巴菲特强调内在价值与会计上的账面价值具有根本的不同：“账面价值是一个会计概念，即由投入资本与留存收益所形成的财务投入的累积值。内在价值则是一个经济概念，是预期未来现金流量的贴现值。账面价值告诉你的是过去的历史投入，内在价值告诉你的则是未来的预计收入。一个比喻能够使你清楚了解两者之间的不同。假设你花相同的钱供两个小孩读大学，两个小孩接受教育的账面价值（用财务投入来衡量）是一样的，但未来所获得的回报的现值（即内在价值）却可能有巨大的差异——从零到所支付教育成本的好几倍。同样如此，财务投入相同的公司，最终其内在价值却会有巨大的差异。”㊂

㊀（美）本杰明·格雷厄姆，戴维·多德著：《证券分析》，海南出版社，1999年，第4页。

㊁ Warren E. Buffet："An Owner's Manual" to Berkshire's to Berkshire's shareholders. June 1996.

㊂ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1983.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么如何评估企业的内在价值呢？

巴菲特认为惟一正确的内在价值评估模型是1942年John Burr Williams提出的现金流量贴现模型："在写于50年前的《投资价值理论》中，John Burr Williams提出了价值计算的数学公式，这里我们将其精练为：今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的、以适当的利率贴现的现金流入和流出。请注意这个公式对股票和债券来说完全相同。尽管如此，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有一个息票（coupon）和到期日，从而可以确定未来现金流。而对于股票投资，投资分析师则必须自己估计未来的"息票"。另外，管理人员的能力和水平对于债券息票的影响甚少，主要是在管理人员如此无能或不诚实以至于暂停支付债券利息的时候才有影响。与债券相反，股份公司管理人员的能力对股权的'息票'有巨大的影响。"㊀

巴菲特在伯克希尔2000年报中用伊索寓言中一鸟在手胜过二鸟在林的比喻再次强调价值评估应该采用现金流量贴现模型：

"我们用来评估股票与企业价值的公式完全相同。事实上这个用来评估所有为取得投资收益而购买的资产的价值评估公式从公元前600年时一位智者第一次提出后（虽然他还没有聪明到以至于知道当时是公元前600年），从来就没有变过。这一奇迹就是伊索他那永恒的，尽管有些不完整的投资智慧：一鸟在手胜过二鸟在林。要使这一原则更加完整，你只需再回答

㊀ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三个问题：你能够在多大程度上确定树丛里有小鸟？小鸟何时出现？以及有多少小鸟会出现？无风险利率是多少？（我们认为应以美国长期国债利率为准。）如果你能回答出以上三个问题，那么你将知道这片树丛的最大价值是多少，以及你现在需要拥有小鸟的最大数量是多少，才能使你现在拥有的小鸟价值正好相当于树丛未来可能出现的小鸟的价值。当然不要只是从字面上理解为小鸟，其实是资金。”

“这样延伸和转化到资金方面，伊索的投资格言放之四海而皆准。它同样适用于评估农场、油田、债券、股票、乐透彩票以及工厂等的投资。不论蒸汽机的发明、电力的开发，还是汽车的问世，都丝毫没有改变这个公式，连互联网也无能为力。只要输入正确的数字，你就可以对资本在宇宙间任何一种可能的用途的投资价值进行评估。”

“一般的评估标准，诸如股利收益率、市盈率、或市价净值比、甚至是成长率，与价值评估毫不相关，除非它们能够在一定程度上提供一家企业未来现金流入流出的一些线索。事实上，如果一个项目前期的现金投入超过了未来该项目建成后其资产产生的现金流贴现值，成长反而会摧毁企业的价值。有些市场分析师与基金经理人口口声声将“成长型”与“价值型”列为两种截然相反的投资风格，只能表明他们的无知，绝不是什么真知。成长只是价值评估公式中的因素之一，经常是正面因素，但是有时是负面因素。”㊀

事实上有很多种价值评估方法，那么巴菲特为什么认为贴

㊀ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2000。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现现金流量模型是惟一正确的估值模型呢？答案很简单：因为只有贴现现金流量模型才能比较准确地评估巴菲特所投资的持续竞争优势企业的内在价值。

为了进一步说明贴现现金流量模型的优越性，我们选择最常用的三类价值评估方法来比较分析这些评估方法对于持续竞争优势企业的适用性：

- 基于资产的价值评估方法
- 市盈率等相对价值评估方法
- 贴现现金流量价值评估方法

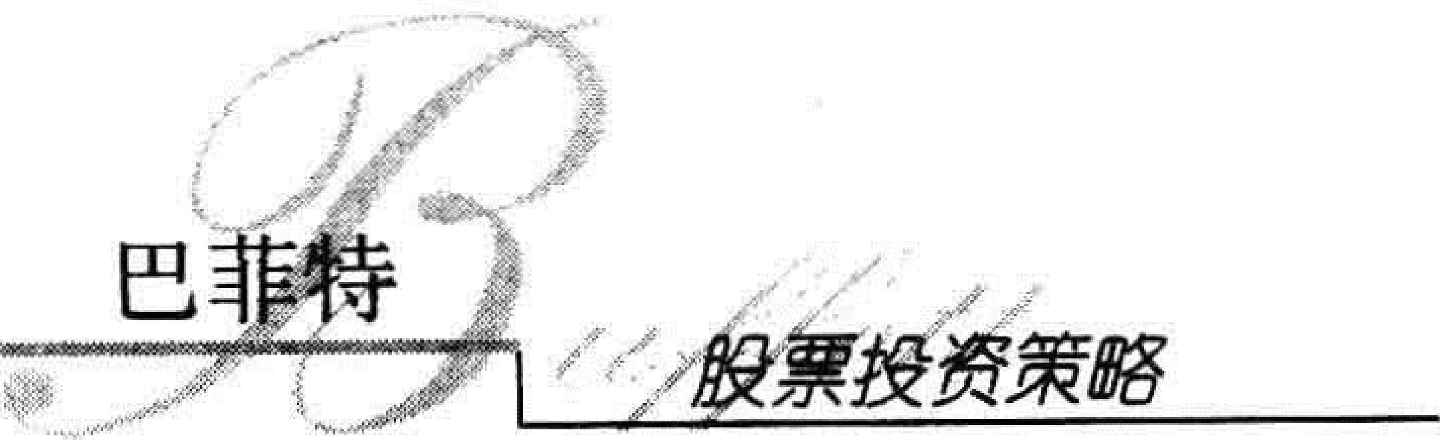
2.1.1 基于资产的价值评估方法

公司价值分析的传统方法是根据公司资产的价值来确定公司股票的价值。常用的评估方法有账面价值调整法、重置成本法、清算价值法。

账面价值调整法

最为简单直接的资产价值分析方法是根据公司提供的资产负债表中的账面价值进行估算。但账面价值法的一个明显缺点是：资产负债表中的资产和负债的账面价值很有可能不等于它们的市场价值。第一，通货膨胀使得一项资产当前的市场价值并不等于其历史成本价值减去折旧；第二，技术进步使得某些资产在其折旧期满或报废之前就过时贬值；第三，由于公司形成的组织能力对各项资产有效的合理组合，公司多种资产组合的整体价值会超过各项单独资产价值之和，而这种组织能力的价值在公司账面上并没有反映。因此，在进行资产价值分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时，需要对账面价值进行调整，以反映公司资产的市场价值。常用的调整方法有重置成本法、清算价值法。

重置成本法

重置成本法是最常用的资产价值评估方法。将一项资产的盈利能力与其遥远的历史成本相联系很难，但与其当前的重置成本相联系却很容易。

确定重置成本的一种简单的、主要针对通货膨胀进行调整的方法，是选用一种价格指数，将资产购置年份的价值换算为当前的价值。但价格指数法并没有反映资产的过时贬值与资产价格的变化，所以更好的方法是，逐项对每一项资产进行调整，同时反映通货膨胀和过时贬值这两个因素的影响，以确定各项资产真正的当前重置成本。

重置成本法的最大不足是忽略了组织能力。公司存在的根本原因是，运用组织能力，按照一定的方式组合资产和人员，使公司整体的价值超过各项资产单独价值的总和。但重置成本法无论如何完美，也只能反映各项资产单独价值的总和，却忽略了公司组织能力的价值。

清算价值法

清算价值法认为，公司价值等于公司对所有资产进行清算并偿还所有负债后的剩余价值。清算价值与公司作为持续经营实体的经营价值往往相差很大。如果公司处于衰退产业，公司盈利能力大幅度下滑，这时公司清算价值可能会大大高于公司经营价值。如果公司处于成长产业，公司盈利能力不断提高，这时公司清算价值可能会大大低于公司经营价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在实际操作中，对于有活跃二手市场的相应资产，清算变卖价格就等于二手市场价格。但大多数资产并没有相应的二手市场，只能由评估师进行估算，但估算并不一定容易。同时，清算价值法也忽略了组织能力。而且只有在破产等少数情况下，公司才会花费大量时间和精力进行估算清算变卖价值。

总之，资产价值评估方法不适用于持续竞争优势企业，这是因为：

第一，持续竞争优势企业的根本特征是，以较少的资产创造更多的价值，其资产价值往往大大低于公司作为持续经营实体的经营价值。

第二，持续竞争优势企业除了账面上反映的有形资产外，其品牌、声誉、管理能力、销售网络、核心技术等重要的无形资产却根本不在账面上反映，也很难根据重置成本或清算价值进行评估。

2.1.2 市盈率等相对价值评估方法

相对价值评估方法是根据公司与其他“相似”公司进行比较来评估公司的价值。一般的方法是对公司的重要财务指标进行比较，常用的指标是市盈率、市净率、市销率等指标。

市盈率

市盈率是指股票市价与公司每股收益的比率，常用的是股票市价与公司未来一年每股收益的比率。

市盈率的简单、直观、数据容易获得等优点，使其成为所有比率中使用最广泛的指标。分析人员利用市盈率进行国家之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



间、行业之间、公司之间、以及公司不同时期之间的比较，以发现被低估的公司股票，从中获取超额投资利润。低市盈率股票存在超额收益是一个很早就被发现的投资策略。

市盈率是最常用的，但也是最常误用的分析指标。市盈率的有效性取决于对公司未来每股收益的正确预期和选择合理的市盈率倍数，而这两个条件在实际操作中是很难满足的。这是因为，第一，每股收益的质量难以保证：每股收益容易受到管理层的会计操纵，人为扩大或降低每股收益。第二，每股收益波动性很大：对于周期性公司，在经济衰退时其市盈率反而会处于最高点，在经济繁荣时会处于最低点。第三，收益为负值时，市盈率没有意义。第四，市盈率的合理倍数很难确定。一般采用行业平均市盈率进行价值评估，但是当市场对某个行业存在系统误差时，会高估或低估其股票。这时将公司股票市盈率与行业平均市盈率对比，会得出错误的结论。

市净率

市净率是指公司股票价格与每股平均权益账面价值的比率。公司权益的市场价值反映公司未来的盈利能力和预期未来现金流，公司权益的账面价值反映了原始成本。当公司未来盈利能力显著高于或低于资本成本时，如果市场有效，市场价值会与账面价值产生明显差异，市净率也会有明显变化。如果市净率在公司盈利能力增加时没有相应增加，则表明股票被低估，投资者有机会获取超额利润。

市净率的优点是，账面价值提供了一个对于权益价值相对稳定和直观的量度，投资者可以在同行业中进行对比，发现价值低估股票。市净率的缺点是，账面价值和会计收益一样会受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到折旧方法和其他会计政策的影响。采用不同会计政策、会计制度的企业之间无法进行比较。同时，对于没有太多固定资产的服务企业、软件等高科技企业来说，市净率没有太大意义。

市销率

市销率是指公司股票价格与每股平均销售收入的比率。运用市销率筛选股票已经成为越来越广泛使用的投资策略。一些实证研究也证明了市销率投资策略的有效性。

市销率的优点是不会像市盈率、市净率可能为负值而变得毫无意义，它适用于每个公司，包括最困难的公司。销售收入不受公司会计政策不同的影响，难以人为扩大；市销率不像市盈率那样易变，因为销售收入不像利润那样对经济周期很敏感。

销售收入的稳定性是市销率的优点，也是其缺点。当公司成本控制出现问题时，尽管利润和账面价值为负值，销售收入可能不会大幅度下降，这时市销率并不能发现公司面临的生存困境，导致作出非常危险的投资决策。

总之，相对价值评估方法的核心在于利用被评估公司与其他同行业公司的相似性进行评估，但持续竞争优势企业的根本特征在于其具有与同行业其他企业根本不同的特点，从而具有超出产业平均水平的盈利能力，这种“不相似性”使我们很难根据行业平均市盈率（市净率、市销率）水平来确定持续竞争优势企业相对的合理市盈率（市净率、市销率）水平。因此，相对价值评估方法从根本上不适用于持续竞争优势企业价值评估。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2.1.3 贴现现金流量价值评估方法

企业贴现现金流量方法在理论上是最基本的价值评估方法，也是在实践中运用最广的价值评估方法。目前已出现了许多的贴现现金流量价值评估模型。这些模型大多形式相近，只是在运用哪种现金流量解释价值增加方面有所不同。以下我们分别介绍和比较在理论和实务中最常用的几种现金流量贴现模型：

股利贴现模型

股利贴现模型是最早的和最具有理论意义的估值模型。威廉姆斯（John Burr Williams）最早提出了贴现现金流的概念。但真正使这一概念在财务管理中得到重视并广泛运用的则是著名财务学家戈登（Myron J. Gordon）。他在资本成本的研究中成功地运用了这一概念，提出了著名的 Gordon 增长模型，把股票的价值与未来的预期红利、股票的要求收益率和预期增长率联系起来。[㊀]

股利贴现模型是贴现现金流量价值评估方法的基础模型，其主要优点是其简单和直观的逻辑性，但在应用中有许多限制条件，如不适用于不支付红利或支付低红利的股票等。大多数持续竞争优势企业往往不支付红利或支付低红利，而将积累的利润用于再投资，使企业继续保持较高的增长，从而为股东创造更多的价值，因此股利贴现模型往往过于低估其股票价值，

㊀ Gordon M. 1962 The Investment Financing and Valuation of the Corporation Irwin &Co.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

故不适用于持续竞争优势企业。

权益现金流量模型

权益现金流量模型用权益成本对股权现金流进行贴现，股权现金流即公司在履行了各种财务上的义务后所剩余的、可向公司股东提供的现金流量。从理论上讲，权益贴现现金流量模型是相当简单的，而实际上，该模型运用起来却相当困难。除了对于金融机构外，对于其他企业均不如自由现金流量贴现模型有效。这种方法要求调整的精度高，否则筹资的变化会对公司价值的计算造成错误影响。

自由现金流量贴现模型

企业自由现金流量贴现模型是学术界与实务界公认的最完善的公司价值评估模型，其使用最为广泛。我们以麦肯锡公司科普兰（Copeland, T.）等著的《价值评估：公司价值的衡量与管理》中提供的自由现金流量价值评估框架为主来进行说明。[㊀]

企业自由现金流量贴现模型，首先根据自由现金流量计算公司的营业价值（可向公司股东和债权人等所有投资人分配的企业价值），然后减去债务价值和优先于普通股的投资要求权价值（如优先股等），得出公司权益价值。营业价值与债务价值等于它们相应的贴现现金流量，贴现率必须能够反映这些现金流量的风险。其价值评估的基本公式是：

公司权益价值＝营业价值－债务价值

㊀ （美）科普兰（Copeland, T.）等著：《价值评估：公司价值的衡量与管理》，电子工业出版社，2002年7月，第102～240页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业价值

营业价值等于企业预期未来现金流量的现值。这种模型中一般采用自由现金流量。自由现金流量等于公司的税后营业利润加上非现金支出，再减去流动资金、土地、厂房和设备以及其他资产的投资支出，但不包括任何与筹资有关的现金流量。自由现金流量是指公司经营所产生的，并且可以向包括股东和债权人在内的公司所有资本供应者分配的现金流量。自由现金流量所谓的“自由”，是指在不影响企业持续经营的基础上，企业可以选择将这部分现金流量自由地派发给股东或债权人，也可以留在企业进行投资以产生更多的利润。

为了与现金流量的定义相一致，用于自由现金流量的贴现率采用加权平均资本成本，即按照不同资本供应者各自对公司总资本的相对贡献加权，以反映所有资本供应者的机会成本。由于企业的生命周期是无限的，预测到无限期是不现实的，一般只是确定一定的预测期限（5～15 年）。这时公司价值等于预测期内和预测期后两个阶段的价值之和，我们分别称为预测价值和连续价值。

公司价值 = 明确的预测期间的现金流量现值 +
明确的预测期后的现金流量现值

债务价值

公司的债务价值等于对债权人的现金流量现值。贴现率应该能够反映现金流量的风险，应等于具有类似风险和可比偿还条件的债务的现行市场利率水平。多数情况下，只有在价值评估日尚未归还的公司债务必须进行价值评估。未来发生的债务的净现值可以算做零，因为未来债务的现金流量完全等于按债务机会成本贴现的未来偿还支出现金流量的现值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益价值

公司权益价值等于营业价值加上非营业资产（在不相关的、未合并的业务上的投资），减去债务及其他非营业负债的价值。

自由现金流量贴现模型是最严密、最完善的估值模型

我们认为，企业自由现金流量贴现模型是理论上最严密、实践中最完善的公司价值评估模型，它完全适用于持续竞争优势企业。因为第一，该模型是在对构成公司价值的业务的各个组成部分创造的价值进行评估的基础上，计算公司权益价值。这样可以使投资者明确和全面了解公司价值的来源、每项业务的情况及价值创造能力。第二，公司自由现金流量的多少反映了竞争优势水平的高低，产生自由现金流量的期限与竞争优势持续期相一致，资本成本的高低也反映了竞争中投资风险的高低。第三，该模型非常精密，能处理大多数复杂情况。第四，该模型与多数公司熟悉的资本预算编制过程相一致，计算也比较简单，易于操作。

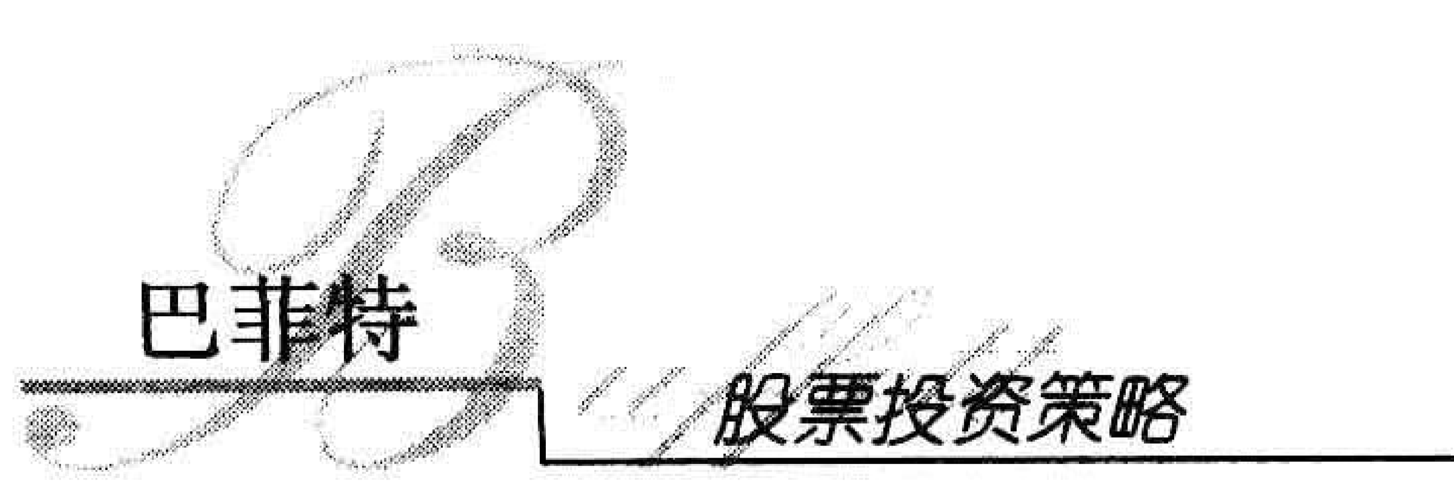
2.2 现金流量与贴现率

会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作。

——巴菲特

巴菲特认为：“今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的，以适当的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利率贴现的现金流入和流出。”[一]也许你会因此认为巴菲特使用的内在价值评估模型与我们在财务管理课程学习的现金流量贴现模型完全相同。实际上二者具有根本的不同，这体现在两个最关键的变量即现金流量的计算方法和贴现率的标准选择上的根本不同。

首先，巴菲特认为通常采用的“现金流量等于报告收益减去非现金费用”的定义并不完全正确，因为这忽略了企业用于维护长期竞争地位的资本性支出。

其次，巴菲特并没有采用常用加权平均资本成本作为贴现率，而采用长期国债利率，这是因为他选择的企业具有长期持续竞争优势。

2.2.1　计算自由现金流量的正确方法

巴菲特在伯克希尔1986年报中以收购Scott Fetzer公司为例，说明按照会计准则（GAAP）计算的现金流量并不能反映真实的长期自由现金流量。他提出的所有者收益（owner earnings）才是计算自由现金流量的正确方法，巴菲特提出的所有者收益与现金流量表中根据会计准则计算的现金流量最大的不同是包括了企业为维护长期竞争优势地位的资本性支出。[二]

“所有者收益包括：（a）报告收益，加上（b）折旧费用、

[一] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

[二] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1986.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折耗费用、摊销费用和某些其他非现金费用，减去（c）企业为维护其长期竞争地位和单位产量（unit volume）而用于厂房和设备的年平均资本性支出，等等。（如果这家需要追加流动资金维护其长期竞争地位和单位产量，那么追加部分也必须包含在（c）中。但是，如果单位产量不变，那么采用后进先出存货计价方法的企业通常不需要追加流动资金。）”

每个看过企业现金流量表的投资人都会发现：根据会计准则编制的现金流量表中计算的现金流量数值，只是（a）报告收益，加上（b）非现金费用，却没有减去（c）企业为维护其长期竞争地位和单位产量而用于厂房和设备的年平均资本性支出。巴菲特认为，现金流量表中的现金流量数值其实高估了真实的自由现金流量，他所提倡的所有者收益才是对企业长期自由现金流量的准确衡量。尽管由于年平均资本性支出只能估计，导致所有者收益计算并不精确，但大致的正确估计，远胜于精确的错误计算。

“由于企业为维护其长期竞争地位和单位产量的年平均资本性支出必定只能是估计，而且有时是一种极难作出的估计，所以我们的所有者收益公式就不会产生根据会计准则编制的现金流量表中提供的名为精确实为欺骗的现金流量值。尽管存在这个问题，但不论是对于购买股票的投资者们，还是对于购买整个企业的经理们来说，我们认为所有者收益数值，而不是根据会计准则计算的现金流量数值，才是与估值目的真正相关的项目。我们完全同意凯恩斯的观点：我宁愿模糊的正确，也不要精确的错误。”

“大多数企业经理人很可能不得不承认，在更长的时期中，仅仅是为了保持企业目前的单位产量和竞争地位，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就需要在经营中投入比非现金费用更多的资金。如果存在这种增加投入的必要性，也就是说如果年均资本性支出超过非现金费用，那么根据会计准则计算的现金流量就会大于所有者收益。这种夸大常常太过头。近年来，石油业已经出现了过于夸大现金流的事例。如果大部分大石油公司每年仅需支出非现金费用的话，那么按照实际情况将来它们的业务肯定会大大萎缩。

“所有这些都表明，常常在华尔街的股票分析报告中提供的‘现金流量’数字是非常荒谬的。这些数字例行公事地包括报告收益加上非现金费用，但没有减去年均资本性支出。大多数投资银行家的股票销售手册上也有这种欺骗性的介绍。这些销售手册暗示正在出售的企业是一座商业金字塔，永远是最现代化的，而且永远不需要更新、改善或整修。实际上，如果所有发行上市的美国股份有限公司都通过我们一流的投资银行家进行股票销售，而且如果推荐这些公司股票的销售手册令人信服的话，那么，政府对全国厂房和设备开支的预算必须削减90%。”

“对某些房地产企业或者其他初始支出巨大而后期支出很小的企业估值时，‘现金流量’的确可以作为一种反映收益能力的简捷方法。比如一家公司的财产仅有一座桥梁，或者是一座开采期特别长的油气田。但是‘现金流量’对于制造、零售、采掘和公用事业这类企业毫无意义，因为对它们来说年均资本性支出总是很大。当然，在特定年度这种企业能够递延资本支出。但是在5年或10年中，它们必须投资，否则企业就会垮掉。”

“……公司或投资者相信评估一家企业的偿债能力时或对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其权益进行估值时可以用报告收益加上非现金费用而忽略年均资本性支出肯定会遇上大麻烦。”

“在 Scott Fetzer 和我们拥有的其他企业中，我们认为以历史成本为基础的非现金费用——也就是不包括无形资产的摊销和其他收购价格调整——在数额上相当接近于年均资本性支出。（当然这两项并不完全一样。例如，我们在喜诗糖果上仅仅是为了保持我们的竞争地位，每年的资本化开支会超过折旧费用 50 万至 100 万美元。）我们对此深信不疑，这是我们将摊销费用和其他收购价格调整分列的原因，而且也是我们认为我们这里报告的各个企业的收益而不是财务报表数值更接近于所有者收益的原因。”

“怀疑财务报表数值也许看起来有些不敬。毕竟，如果不是为了给我们提供企业的‘实情’，那么我们付钱给会计师是为了什么？但是，会计师的工作是记录，而不是估值。估值是投资者和经理人的工作。会计数据当然是企业的语言，而且为了任何评估企业价值并跟踪其发展的人提供了巨大的帮助。没有这些数字，查理和我就会迷失方向：对我们来说，它们永远是对我们自己的企业和其他企业进行估值的出发点。但是经理人和所有者要记住，会计仅仅有助于经营思考，而永远不能代替经营思考”。

2.2.2 估计贴现率的正确方法

公司的内在价值就是未来现金流量的贴现，那么恰当的贴现率应该是多少？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴现率是股票价值评估中非常重要的参数，其选择是否恰当将对评估结果和投资判断产生巨大的影响。关于贴现率（在学术研究中大多称为资本成本）存在非常激烈的争论。

巴菲特选择了最简单的解决办法：“无风险利率是多少？我们认为应以美国长期国债利率为准”。[㊀]

巴菲特把一切股票投资都放在与债券收益的相互关系之中来看待。如果他在股票上无法得到超过债券的潜在收益率，那么他会选择购买债券。因此，他的公司定价的第一层筛选方法就是设定一个门槛收益率，即公司权益投资收益率必须能够达到政府债券的收益率。

巴菲特并没有破费精力试图去为他研究的股票分别设定一个合适的、惟一的贴现率。每个企业的贴现率（资本成本）是动态的，它们随着利率、利润估计、股票的稳定性以及公司财务结构的变化而不断变动。对一只股票的定价结果，与其作出分析时的各种条件紧密相关。但是两天之后，可能会出现新的情况，迫使一个分析家改变贴现率，并对公司做出不同的定价。为了避免不断地修改模型，巴菲特总是很严格地保持他的定价参数的一致性。如果一个企业没有任何商业风险，那么他的未来盈利就是完全可以预测的。在巴菲特眼里，可口可乐、吉列等优秀公司的股票就如同政府债券一样毫无风险，因此应该采用一个与长期国债利率相同的贴现率。

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2000.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.3 保守但准确的现金流量预测

我宁愿模糊的正确，也不愿精确的错误。

——凯恩斯

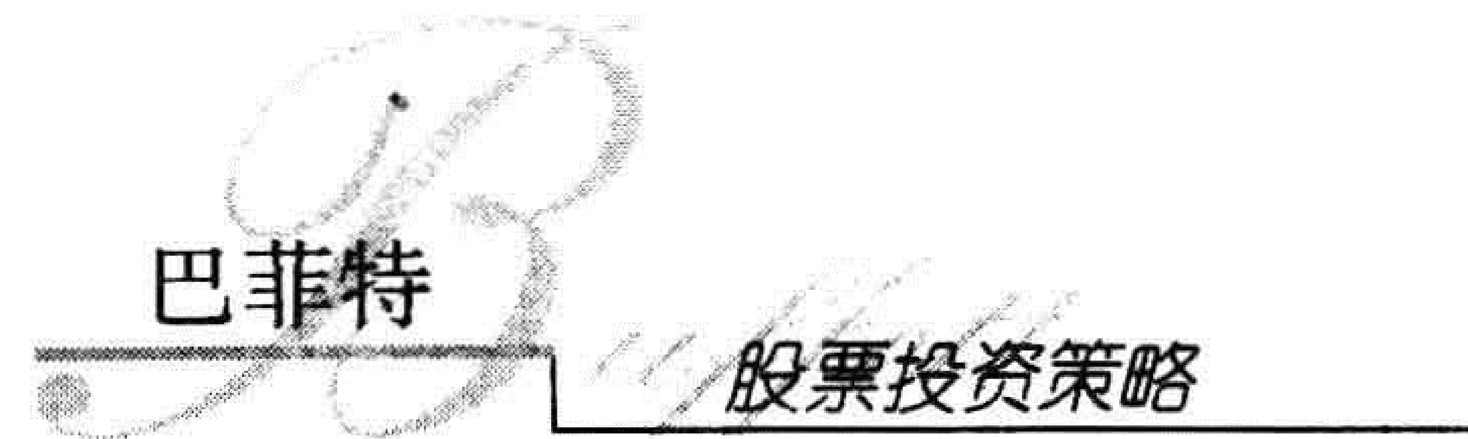
价值评估的最大困难和挑战是内在价值取决于公司未来的长期现金流，而未来的现金流又取决于公司未来的业务情况，而未来是动态的、不确定的，预测时期越长，越难准确地进行预测。所以即使是股神巴菲特也不得不感叹："价值评估，既是科学，又是艺术"。[㊀] "无论谁都可能告诉你，他们能够评估企业的价值，你知道所有的股票价格都在价值线上下波动不停。那些自称能够估算价值的人对他们自己的能力有过于膨胀的想法，原因是估值并不是一件那么容易的事。但是，如果你把自己的时间集中在某些行业上，你将会学到许多关于这些行业公司估值的方法"。[㊁]

巴菲特一再强调内在价值是估计值而不是精确值："内在价值可以简单地定义如下：它是一家企业在其余下的寿命中可以产生的现金流量的贴现值。但是内在价值的计算并非如此简单。正如我们定义的那样，内在价值是估计值，而不是精确值，而且它还是在利率变化或者对未来现金流的预测修正时必须相应改变的估计值。此外，两个人根据完全相同的一组事实

㊀ Warren Buffett: the Letter to the Partners of the Buffett Partnership, 1966.

㊁ "Buffett Talks Strategy with Students", Omaha World-Herald, Jan 2, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进行估值，几乎总是不可避免地得出至少是略有不同的内在价值的估计值，即使对于我和查理来说也同样如此。这正是我们从不对外公布我们对内在价值的估计值的一个原因”。㊀

巴菲特坦诚地承认，自己也只能估出一个大致的价值区间：“查理和我承认，我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字”。㊁

巴菲特在伯克希尔2000年报中指出，永远不可能精确预测未来现金流量出现的时间与数量，因此只能进行保守的预测：“显然，我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，所以我们试着进行保守的预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业中。即便是如此，我们还是常常犯错，大家可能还记得我本人就曾经自称是相当熟悉集邮、纺织、制鞋以及二流百货公司等产业的家伙。……要想预测未来现金流量出现的时间和数量这两个变量的具体数值却是一个非常困难的任务。想要使用这两个变量的精确值事实上是非常愚蠢的，找出它们可能的区间范围才是一个更好的办法。一般情况下，对这两个变量的估计结果往往是一个很大的区间范围，以至于根本得不出什么有用的结论。但在某些偶然情况下，即使对未来树林中可能出现的小鸟数量进行最保守的估计，也会发现价格相对于价值太低了（我们把这个现象称之为无效树丛理论（Inefficient

㊀ Warren Buffet:“An Owner's Manual” to Berkshire's to Berkshire's shareholders. June 1996.

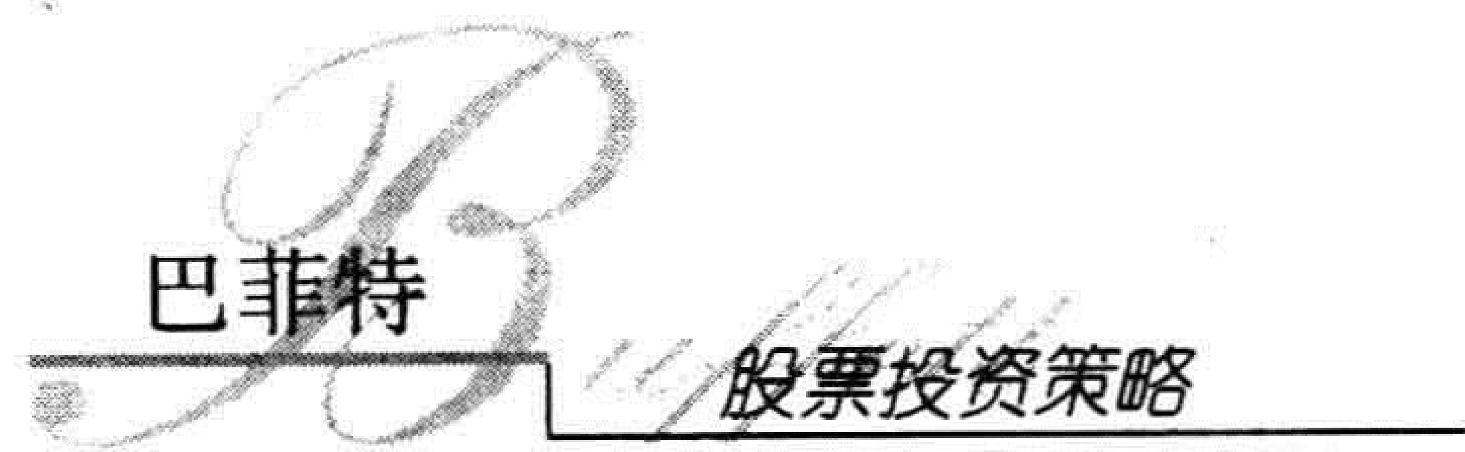
㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bush Theory）。可以肯定的是，投资人要得出一个证据充分的正确结论，需要对公司经营情况有大致的了解，并且需要具备独立思考的能力。但是投资者既不需要具备什么出众的天才，也不需要具备超人的直觉。另一个极端，有很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提出小鸟确实会出现的证据，这在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在考察新成立企业或是快速变化的产业时经常发生。在这种非常不确定的情况下，任何规模的投资都属于投机。"

巴菲特认为防止估计未来现金流量出错有两个保守却可靠的办法：能力圈原则与安全边际原则："尽管用来评估股票价值的公式并不复杂，但分析师，即使是经验丰富且聪明智慧的分析师在估计未来现金流时也很容易出错。在伯克希尔，我们采用两种方法来对付这个问题。第一，我们努力固守于相信我们可以了解的公司。这意味着他们的业务本身通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂而产业环境也不断在变化，那么我们就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量，碰巧的是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足可以保证盈利了。第二，亦是同等重要的，我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这一安全边际原则——格雷厄姆非常强调这一原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



——是成功投资的基石”。[一]

保守预测的基础：公司稳定的长期历史经营记录

对于未来保守的估计，只能建立在公司稳定的长期历史经营基础上。巴菲特非常强调公司业务的长期稳定性。“经验显示，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与五年前甚至十年前几乎完全相同的企业。当然管理层绝不能够过于自满。企业总是不断有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等等，这些机会自然要好好把握。但是一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此导致重大失误。推而广之，在一块动荡不安的经济土地之上，是不太可能形成一座固若金汤的城堡似的经济特许权，而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关键因素”。[二]

巴菲特在伯克希尔 1982 年及其后续的年报中多次重申自己喜欢的企业的标准之一，是具备“经证明的持续盈利能力（Demonstrated Consistent Earning Power）”，因为他本人对预测未来收益不感兴趣。

对未来的预期来自于公司长期经营记录的分析。我们要对公司的历史收益记录进行仔细的分析考察，在此基础上保守地预测公司稳定的未来长期现金流量。公司的持续盈利能力表现为其长期平均盈利具有相当的稳定性和可持续性，既不会因经济萧条时收益暂时下降而下降，也不会因经济繁荣时收益暂时

[一] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

[二] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提高而提高，其变化只是与未来长期的发展相联系。

研究表明，在大多数案例中，一个企业盈利的历史记录是预测其未来发展趋势的最可靠的指示器。如果一个企业在过去20多年间一直保持着15%的盈利增长率，那么在未来数年内它不太可能过度偏离历史盈利平均水平。当然这种盈利平均水平是企业在经历了经济衰退、战争、通货膨胀等重大事件后继续保持的盈利水平。相反，没有稳定的历史盈利记录而仅仅依靠对于未来的预期进行价值评估，很可能造成很大的错误。格雷厄姆指出："估值越是依赖于对未来的预期，与过去的表现结果联系越少，就越容易导致错误的计算结果和严重的投资决策失误"。格雷厄姆认为正确的做法是，根据真实的、并且经过合理调整的公司历史收益记录，计算长期平均收益，以此为基础推断分析公司未来可持续的盈利能力。计算平均收益时必须包括相当长的年份，因为长期的、持续和重复的收益记录总要比短暂的收益记录更能说明公司可持续盈利能力。

保守预测的最佳指标：长期平均股东权益收益率

格雷厄姆和多德指出盈利能力的计算应是"平均收益"，即根据过去较长一段时期内实际获利的收益的平均数形成的未来平均收益预期。这种平均收益并非简单的算术平均，而是"具有正常或众数意义的平均值，其内涵在于每年的经营结果具有明确的接近这个平均的趋势"[㊀]。这种基于长期平均收益的盈利能力比当前收益更能反映公司长期价值创造能力。

㊀ （美）本杰明·格雷厄姆，戴维·多德著：《证券分析》，海南出版社，1999年，第452页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为衡量公司价值增值能力的最佳指标是股东权益收益率。“对公司经营管理业绩的最佳衡量标准，是能否取得较高的营业用权益资本收益率（earnings rate on equity capital employed）（没有不合理的财务杠杆、会计操纵等），而不是每股收益的增加。我们认为，如果管理层和金融分析师们将最关注的重点不是放在每股收益及其年度变化上的话，公司股东以及社会公众就能更好地理解公司经营情况。”[㊀]

对公司价值创造能力最基本的检验标准是使股本投资获得高水平的收益率（当然是在没有不合理的财务杠杆和会计花招等情况之下），而不是每股盈利的持续增长。权益收益率表现了管理层利用股东投入资本的经营效率。

巴菲特用1988年Fortune杂志的数据证明持续盈利能力是优秀企业的真正衡量标准。“根据Fortune杂志在1988年出版的投资人手册，在全美五百家制造业与五百家服务业中，只有6家公司过去10年的股东权益收益率超过30%，最高的一家也不过只有40.2%。……在1977年到1986年间，总计1 000家中只有25家能够达到业绩优异的双重标准：连续10年平均股东权益收益率达到20%，且没有1年低于15%。这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星，在所有的25家中有24家的表现超越S&P500指数。”[㊁]

高水平的权益投资收益率必然会导致公司股东权益的高速度增长，相应地公司内在价值及股价也将稳定增长。集中投资

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1979.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于具有高水平权益投资收益率的优秀公司，正是巴菲特获得巨大投资成功的重要秘诀之一。

如果一个公司能够持续地以一个较高的速度来提高每股盈利，那么就相应地会导致每股账面价值以一个较高的速度增长。在长期内，账面价值的增长必然导致公司的内在价值及股票价格按照相应的速度增长。巴菲特在伯克希尔 1996 年报中指出："尽管账面价值不能说明全部问题，但我们还是要给大家报告伯克希尔的账面价值，因为至今账面价值仍然是对伯克希尔内在价值大致的追踪指标，尽管低估了一些。换言之，在任何一个年度里，账面价值的变化比率很可能会合乎逻辑地与当年内在价值的变化比率十分接近"。

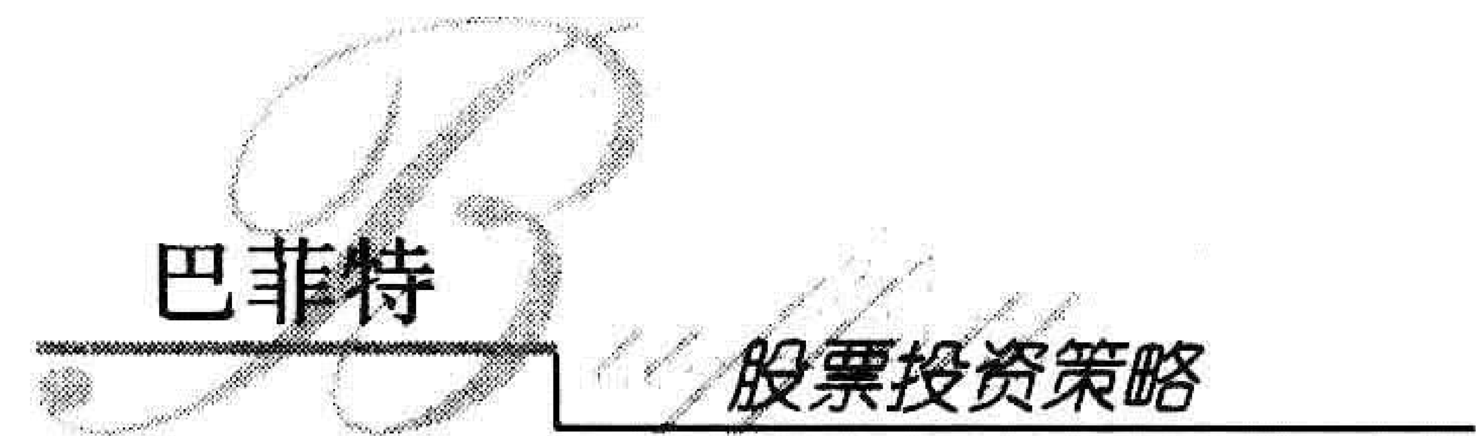
美国股市 100 年来的实证研究表明，股票价格与净资产比率围绕其长期平均值波动。其最显著的表现是 Q 的长期稳定性。Q 是诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾于 1969 年提出的，指公司股票市场价值与公司净资产价值的比率，或者公司每股股票市场价格与每股净资产价值的比率。

罗伯逊和赖特在《有关长期股票回报率的好消息与坏消息》一文中用 100 年来美国股市的统计数据进行的研究表明，Q 的平均值具有令人惊奇的长期稳定性，Q 值呈现出明显的均值回归，即尽管短期内 Q 会偏离其长期平均值，但长期内会向其平均值回归。㊀

由于每股盈利很容易受到许多因素的影响，公司管理层可以采用多种合法的会计手段来操纵盈利，因此每股盈利经常不

㊀ Robertson, D and Wright, S (2002), "The Good News and the Bad News about Long - Run Stock Returns" www. ssrn. com.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能准确地反映出公司价值创造能力。而账面价值的变化则相对稳定，不易受到众多因素的影响。因此，巴菲特将账面价值的变化，尤其是账面价值在长期内的稳定增长作为判断企业未来经营稳定性的指标之一。

保守预测的基本功：小心企业财务报告中的陷阱

人们问巴菲特是如何评估一个企业的价值呢？巴菲特回答说："大量阅读"。

巴菲特阅读最多的是企业的财务报告。"我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料"。㊀

巴菲特认为分析企业会计报表是进行价值评估的基本功。"当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定来进行。但不幸的是，当他们想弄虚作假时，起码在一些行业，同样也能通过报表的规定来进行。如果你不能辩认出其中的差别，那么你就不必在资产管理行业中混下去了"。㊁

巴菲特给阅读企业财务报告的投资者提出了以下3个建议：

"第一，特别注意会计账务有问题的公司。如果一家公司迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其退休金估算假设过于乐观，千万要当心。当管理层在幕前就表现出走上了斜路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。厨房里绝对不可能仅仅只有你看见的那一只蟑螂。"

㊀ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，1993.

㊁ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第121页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“第二，复杂难懂的财务报表附注披露通常暗示管理层不值得信赖。如果你根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让你搞懂，安然公司对某些交易的说明至今还让我相当困惑。”

“最后要特别小心那些夸大收益预测及成长预期的公司。企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定成长。至今查理跟我都搞不清楚我们旗下企业明年到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季度盈利多少，所以我们相当怀疑那些常常声称知道未来盈利会如何如何的CEO们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，我们反而更怀疑这其中有诈。那些习惯保证能够达到盈利预测目标的CEO，总有一天会被迫去假造盈利数字。”[1]

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2002.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遵循格雷厄姆的教诲，查理和我让我们的可流通股票通过它们公司的经营成果——而不是它们每天的，甚至是每年的市场价格——来告诉我们投资是否成功。市场可能会在一段时期内忽视公司的成功，但最终一定会用股价加以肯定。正如格雷厄姆所说：‘短期内市场是一台投票机；但在长期内它是一台称重机。’此外，只要公司的内在价值以令人满意的速度增长，那么公司的成功是迟是早被市场普遍认识到就并不那么重要。实际上，相对滞后的市场共识有可能是一种有利因素：它可能会给我们机会以便宜的价位买到更多的好股票。

——巴菲特

第3章

市场原则：理性投资

“对待价格波动的正确的精神是所有成功的股票投资的试金石”

——格雷厄姆

“投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做”。

——巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股票市场的巨大影响力下进行理性的决策是一件非常困难的事情。因为股票市场的影响力实在太巨大了。格雷厄姆曾讲过一个寓言来描述投资者受到股市巨大影响力时的盲目性：

当一位石油勘探者准备进入天堂的时候，圣·彼得拦住了他，并告诉了他一个非常糟糕的消息："你虽然的确有资格进入天堂，但分配给石油业者居住的地方已经爆满了，我无法把你安插进去"。这位石油勘探者听完，想了一会儿后，就对圣·彼得提出一个请求："我能否进去跟那些住在天堂里的人们讲一句话？"圣·彼得觉得没什么，就同意了他的请求。于是，这位石油勘探者就把手罩在嘴边大声喊道："在地狱里发现石油了！"话音刚落，大门洞开，天堂里住的所有石油勘探者们都蜂拥着跑向地狱。圣·彼得看到这种情况非常吃惊，于是他请这位石油勘探者进入天堂居住。但这位石油勘探者迟疑了一会说："不，我想我还是跟那些人一起到地狱中去吧，传言说不定是真的呢"。

3.1 市场短期是投票机，长期是称重机

从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机。

——格雷厄姆

每个投资者都知道股票价格总是在波动。那么股票价格波动的规律是什么呢？

巴菲特从他的导师格雷厄姆那里学习了关于股市波动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

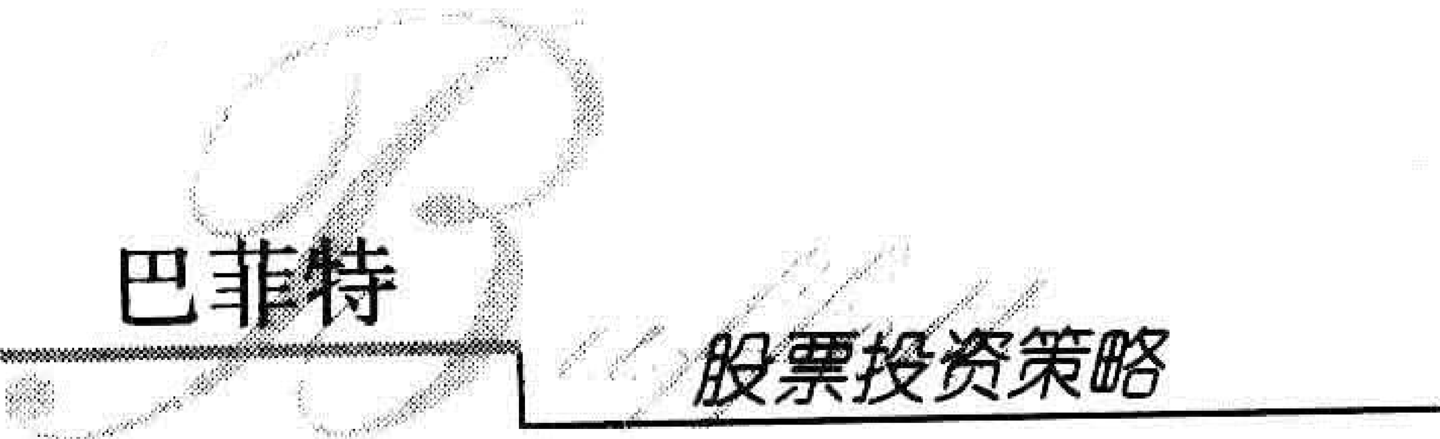
永恒规律，并在伯克希尔1987年年报中告诉了我们，“从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机”：

“很久以前，我的朋友和老师本·格雷厄姆曾描述过对待市场波动的正确心态，我认为这种心态对于投资是否成功具有特别重要的意义。你必须想像市场报价来自于一位特别乐于助人的被称为‘市场先生’的朋友，他是你私人企业的合伙人。市场先生每天都会出现，报出一个他既可以买入你的股份也可以卖给你的股份的价格。尽管你们俩的合伙企业具有非常稳定的经济特性，但市场先生的报价却有各种可能。因为不幸的是，这个可怜的家伙有感情脆弱的老毛病。有些时候，他心情愉快，而且只看得见对公司发展有利的因素。在这种心境下，他可能会报出非常高的买卖价格，因为他害怕你会盯上他的股份，抢劫他即将获得的利润。在另一些时候，他意气消沉，而且只看得见公司和整个世界前途渺茫。在这种时候，他会报出非常低的价格，因为他害怕你会将你的股份脱手给他。此外，市场先生还有一个讨人喜欢的特点，就是他从不介意无人理睬他的报价。如果今天他的报价不能引起你的兴趣，明天他再来一个新的报价。但是否交易完全按照你的选择。在这些情况下，他越狂躁或者越抑郁，你就越有利”。[㊀]

格雷厄姆和多德在《证券分析》中指出：“当证券分析家在寻找那些价值被低估或高估的证券时，他们就更关心市场价格了。因为此时他的最终判断必须很大程度上根据证券的市场

㊀ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价格来作出。这种分析工作有以下两个前提：第一，市场价格经常偏离证券的实际价值；第二，当这种偏离发生时，市场中会出现自我纠正的趋势”。[㊀]

格雷厄姆认为，内在价值是影响股票市场价格的两大类重要因素之一，另一个因素即投机因素。价值因素与投机因素的交互作用使股票市场价格围绕股票内在价值不停波动，价值因素只能部分地影响市场价格。价值因素是由公司经营的客观因素决定，并不能直接被市场或交易者发现，需要通过大量的分析才能在一定程度上近似地确定，通过投资者的感觉和决定，间接地影响市场价格。所以，市场价格经常偏离内在价值。

格雷厄姆在1949年出版的《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）中指出，“股票市场本身没有时间进行这种科学的思考。尽管没有什么正确的价值衡量方法，它必须先把价值确立起来，然后再寻找其根据。因此股票价格不是精心计算的结果，而是不同投资者反应的总体效应。股票市场是一台投票机，而不是一台称重机。它对实际数据并不作出直接反应，只有当这些数据影响买卖双方的决策时它才作出反应”。[㊁]

50多年来大量的股票市场实证研究表明，格雷厄姆认为股市短期是投票机而长期是称重机的观点是完全正确的，虽然股市短期内会剧烈波动，但长期会向价值回归。Eugene Fama和Kenneth French、James Poterba和Lawrence Summers、Werner

---

㊀ （美）本杰明·格雷厄姆，戴维·多德著：《证券分析》，海南出版社，1999年，第9页。

㊁ （美）本杰明·格雷厄姆，戴维·多德著：《证券分析》，海南出版社，1999年，第10页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

De Bondt、Richard Thaler 的实证研究都支持这一结论：股票收益在短期内可能存在正相关关系，如一周或一月，但对于较长的时期来说，股票收益则显示出负的序列相关性，比如在两年或更长的时间内。[㊀]简单地说，也就是经过两年或更长的时间后，原来上涨的股票的股票会反转而下跌，而原来下跌的股票会上涨。

以下我们引用两项著名的关于美国股市 200 年和 100 年波动的研究结果来进行说明：

- 希格尔的研究表明，1802～1997 年 200 年间，股票投资收益率在很多时候都会偏离长期平均水平，但是长期股票实际平均年投资收益率非常稳定，约为 7%。
- **巴菲特以 100 年详细的历史数据解释说明了为什么 1899～1998 的 100 年间美国股市走势经常与 GNP 走势完全相背离。他认为美国股市 20 年整体平均实际投资收益率约为 6%～7%左右，但短期投资收益率会因为利率、预测投资报酬率、心理因素的综合作用而不断波动。**

3.1.1 希格尔关于美国股市 200 年来投资收益率的实证研究

当历史学家们记录 90 年代的金融历史时，《股票：长线法宝》一书的出版被视为一个启蒙事件。在这本具有划时代意

㊀ （美）伯顿·麦基尔著：《漫步华尔街》，上海财经大学出版社，2002 年，第 280 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义的著作中，沃顿商学院的杰里米 J. 希格尔教授对 1802 年以来的市场情况进行了详细的讨论，为股票市场在长期投资中的安全性、稳定性和必要性提供了迄今为止最全面、最有力、最无可辩驳的证据。

希格尔的研究表明，美国股票的长期平均实际年投资收益率令人惊奇的稳定，约为 7%，大大超过债券的收益率水平。因此耐心的投资者积累股票总能比积累其他金融资产获得更大的收益："如果在 1802 年向股票投资 1 美元并把收益不断地再投资于股票，它在 1997 年年末的价值将接近 750 万美元。如果用 100 万美元在这 195 年中进行投资和再投资，它在 1997 年的价值将达到难以置信的 75 000 亿美元。比美国股市总值的一半还要多！"㊀

然而股票实际投资收益率的长期稳定性并不否认短期收益率会变化。实际上，股票投资收益率在很多时候都会偏离长期平均水平。1982 年到 1997 年的牛市使投资者在剔除通货膨胀之后的年收益率达到了 12.8%，比它的历史平均水平高出近 6%。但这段时期出色的高收益率却并不足以弥补投资者在此前 15 年间（1966～1981 年）遇到的可怕低收益率（实际收益率为 -0.4%），在此次牛市之前的 15 年中，股票投资收益率低于历史平均水平的程度要大于它在此后 16 年中高于历史平均水平的程度。

安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特（2000 年）研究表明，1802 年至 1997 年间股票短期收益率波动非常剧烈，90% 的时

㊀ （美）杰里米 J. 希格尔著：《股票：长线法宝》，海南出版社，2000 年，第 5 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间内在－22%至33%之间上下波动[⊖]。

希格尔的研究表明，美国股票的长期平均实际年投资收益率约为7%。1802～1870年是年均7.0%，1871～1925年是年均6.6%，而1926～1997年是年均7.2%。即使在美国过去200年间通货膨胀最严重的第二次世界大战后期，股票实际平均收益率仍然达到了每年7.5%，几乎与前125年完全一样，而后者并没有出现过全面的通货膨胀。长期实际收益的这种出色的稳定性具有均值回归的特征，即用一种变量抵销短期波动的影响，从而得到更稳定的长期收益。尽管出现了工业革命、信息技术革命等重大变革使创造股东财富的基本因素发生了巨大的变化，股票投资收益率却表现出惊人的稳定性。

根据希格尔的研究，美国股票在过去两个世纪中的平均年投资收益率情况如下表：

表3-1　1802～1997年：美国股票平均实际年投资收益

	实际年投资收益率（%）		
	复合年收益率	算术平均年收益率	算术平均年收益率的标准差
主要时期			
1802～1997	7.0	8.5	18.1
1871～1997	7.0	8.7	18.9
主要的次级时期			
1802～1870	7.0	8.3	16.9
1871～1925	6.6	7.9	16.8
1926～1997	7.2	9.2	20.4

⊖　（美）安德鲁·史密瑟斯，史蒂芬·赖特著：《华尔街价值投资》，海南出版社，2001年8月，第180页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	实际年投资收益率（%）		
	复合年收益率	算术平均年收益率	算术平均年收益率的标准差
战后时期			
1946 ~ 1997	7.5	90	17.3
1966 ~ 1981	-0.4	1.4	18.7
1966 ~ 1997	6.0	7.5	17.1
1982 ~ 1997	12.8	13.6	13.2

数据来源：（美）杰里米 J. 希格尔著：《股票：长线法宝》，海南出版社，2000 年 5 月，第 12 页

3.1.2 巴菲特关于美国股市 100 年来股价波动的实证研究

在 1999 年 11 月 22 日的《财富》杂志刊登了巴菲特的一篇文章，他指出：美国投资人不要被股市飙涨冲昏了头，股市整体价格水平偏离内在价值太远了。他预测美国股市不久将大幅下跌，重新向价值回归。果然在 2001 年，网络泡沫破灭，Nasdqe 下跌近 50%。[1]

两年后在 2001 年 11 月 10 日的《财富》杂志再次刊登了巴菲特对股市的看法，他再次重申股市整体表现长期来说与美国经济整体成长性相关，过度高涨的价格长期来说肯定会回归于其内在价值。

---

[1] Warren Buffett: "Mr. Buffett on the Stock Market", FORTUNE, Nov. 22, 1999.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这篇文章中，巴菲特以100年详细的历史数据解释说明了为什么1899～1998的100年间美国股市走势与GNP走势完全相背离？他的研究证明美国20年平均整体投资报酬率约为7%左右，但短期投资报酬会因为利率、预测投资报酬率、心理因素的综合作用而不断波动。巴菲特以详细的历史数据说明了为什么短期来说股市是一个投票机，但长期来说股市却是一个称重机。[㊀]

为什么1964～1998年间美国股市走势与GNP走势完全相背离？

美国股市道琼斯指数在1964～1998年间的前17年与后17年的走势截然不同。

第一个17年：1964年年底道琼斯指数为874.12，1981年底为875.00，17年间增长0.1个百分点。第一个17年股市几乎丝毫没涨。

第二个17年：1981年年底道琼斯指数为875.00，1998年年底为9181.43，17年间上涨超过10倍，这17年是一个难以置信的大牛市。

美国股市在两个相同的17年期间却有完全不同的增长率，为什么会如此呢？

大多数人想到的原因会是国民经济总产值（GNP）的波动导致股市的相应波动，因为众所周知的一个说法是“股市是国民经济的晴雨表”。

但事实上并非如此，这一现象无法单纯地以美国国民经济

㊀ Warren Buffett: “Mr. Buffett on the Stock Market”, FORTUNE, Nov. 10, 2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的波动来解释：1964～1998 年间美国股市走势与 GNP 走势完全相背离。在股市低迷的第一个 17 年间的 GNP 增长率为 373%，而在股市猛涨的第二个 17 年间 GNP 增长率只有 177%，二者相差近一倍。

不仅过去 34 年美国股市表现与美国 GNP 走势完全背离，事实上在整个 20 世纪也是经常如此。

20 世纪事实上那是属于美国人的世纪，先后发明了汽车、飞机、收音机、电视与电脑，大放异彩，GNP（扣除通货膨胀的影响）破记录地净成长了 702%。尽管其中也包括 1929～1933 年的大衰退，但以 10 年为一个大阶段来进行比较，我们发现每个 10 年的人均实际 GNP 都在持续增长。或许有人认为稳定的经济成长反映在股票市场上也应该会有稳定的股票指数增长才对。但事实并非如此。

1900～1920 年美国人均实际 GNP（以 1996 年美元价值计算）从 4073 美元增长到 5444 美元，增长了 33.7%。而同期股票市场却一点动静都没有，1899 年底道琼斯指数为 66.08 点，1920 年底道琼斯指数为 71.95 点，20 年间只有 0.4% 的年增长率，这种反差与 1964～1981 年的情况相似。

但接下来的 1920～1930 年的 10 年间，股市一飞冲天，到 1929 年 9 月股市一度大涨到 381 点，上升了 430%。

随后的 1930～1948 年的 19 年间股市几乎下跌了一半，1948 年道琼斯指数只有 177 点。但同期的 GDP 却增长了 50%。

结果接下来的 1948～1964 年的 17 年股市大涨五倍之多，之后就是我们前面提到 1964～1998 两个截然不同的 17 年时期，先冷后热，以惊人的大牛市结束了这个辉煌的世纪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若我们用一种不同的时间分段法，在过去100年章，经历了3个时期的大牛市，包括44个年份，期间道琼斯指数总计上涨了11 000点。同时经历了3次熊市，包括56个年份，尽管在这56年间美国经济大幅增长，期间道琼斯指数却总计下跌了292点。

那么到底是什么原因造成股市表现如此大的反常呢？

影响股市波动的三个关键经济因素

巴菲特将股市如此反常的现象，归诸于利率、预期投资收益率两个关键经济因素，以及一个与心理有关的因素。

影响股市的第一个关键经济因素是利率。巴菲特强调"投资"的正确定义是今天投入一笔资金，并期待明天可以收回更多的资金。在经济学中，利率就好像自然界的地心引力一样，不论何时，不管何地，利率任何的微小波动都会影响到全世界所有资产的价值。最明显的例子就是债券，但这道理同样适用于其他各项资产，不管是农场、油田、股票与其他金融资产，都是如此。假设今天市场利率是7%，那么你未来一美元的投资收益的价值就与市场利率为4%时的价值有很大差别。

分析过去34年长期债券利率的变化，我们可以发现第一个17年期间利率从1964年底的4.20%大幅上升到1981年的13.65%，这对投资人来说实在不是什么好事。但在第二个17年期间利率又从1981年的13.65%大幅下挫到1998年的5.09%，为投资人带来了福音。

影响股市的第二个关键经济因素是人们对于未来的投资收益率预期。在第一个17年间，因为公司获利前景不佳，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者预期显著下调。但在 1980 年代初期 Paul Volcker 接任美联储主席后大力刺激经济增长，使得企业获利水平达到 1930 年以来前所未有的高峰。

在 1964～1981 年的第一个 17 年间，两个不利因素使投资人对于美国经济失去信心的原因，一方面在于过去企业获利成绩不佳，一方面在于利率过高使投资者对企业未来盈利预期大打折扣。两项因素综合作用，导致 1964 年到 1981 年间美国股市停滞不前，尽管同期 GNP 大幅增长。

然而这些因素在 1981～1998 年的第二个 17 年间却完全反转，一方面企业收益率大幅提高，另一方面利率又不断下降使得投资者对于企业的收益预期进一步提高。这两项因素为一个大牛市提供了产生巨大上升动力的燃料，形成 GNP 下降的同时股票市场却猛涨的怪异现象。

最后再加入第三个因素即心理因素，人们看到股市太涨，投机性交易疯狂爆发，终于导致危险的悲剧一再重演。

衡量股市是否过热或过冷的定量分析指标

巴菲特认为，回顾过去一个世纪的股市表现，分析表明股市大幅波动经常与国民经济发展相背离，这种极端的非理性行为是周期性爆发的。认识这种现象对于投资人来说具有重要意义，想要在股票市场上取得更好的回报，就应该学会如何应对股市非理性行为的爆发。

巴菲特认为要在股市非理性波动中保持理性，其中最需要的方法是学会定量分析，从而能够准确判断股市是否过热或过冷。如果投资人能够进行定量分析，尽管不会因此就能把分析能力提高到超人的水平，但却能够使自己因此而避免随波逐流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陷入股市的群体性疯狂，作出非理性的错误决策。如果投资人根据定量分析发现股市过热，就可以理性地决策不再追涨，乘机高价离场。如果投资人根据定量分析发现股市过冷，就可以理性地决策选择合适的股票低价抄底买入。

巴菲特向我们推荐了一个非常简单却非常实用的股市整体定量分析指标"所有上市公司总市值占 GNP 的比率"：

"虽然所有上市公司总市值占 GNP 的比率这项指标只能告诉投资人有限的信息，但它却可能是任何时候评断公司价值是否合理的最理想的单一指标。分析 80 年来所有上市公司总市值占 GNP 的比率可以发现，这项指标在两年前即 1999 年达到前所未有的高峰，这本应该是一个很重要的警告信号。如果投资人财富增加的速度比美国总体经济增长的速度更高，那么所有上市公司总市值占 GNP 的比率必须不断提高，直到无限大。事实上这是不可能的。"

巴菲特认为所有上市公司总市值占 GNP 的比率在 70% ~ 80% 之间时买入股票，长期而言可能会让投资者有相当不错的报酬，但若这个比率达到 200%，像 1999 年以及 2000 年中的一段时间那样，那么购买股票简直就是在玩火。正如巴菲特所分析的那样，2001 年底所有上市公司总市值占 GNP 的比率大幅回落到 133% 左右，并且以后几年内还在继续回落。

股市波动预测：短期波动不可预测，长期波动容易预测

巴菲特认为预测股市的短期波动是不可能的："我对预测股市的短期波动无所长，我对未来六个月、未来一年、或未来二年内的股票市场的走势一无所知"。

相反，巴菲特认为股市长期波动具有非常稳定的趋势，非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常容易预测：

“我认为对股市的长期趋势预测相当容易。格雷厄姆曾经告诉我们为什么会如此：“从短期来说股市是一台投票机，但从长期来说股市却是一台称重机”。贪婪与恐惧或许在投票时很起作用，但在称重时却没有什么作用。我认为可以很容易地确定，在20年期间，投资于利率为9.5%的债券，肯定不如投资于平均回报率为13%的被称为道琼斯指数的‘准债券’。之所以将道琼斯股票指数称为准债券的原因是：一个债券是指具有一定的期限和一组息票。一个利率为6%的债券，每半年付一次3%的息票。而股票是一种代表对于特定企业未来盈余具有分配权的金融工具，不管是分配股利、买回股份、出售股权或是清算，事实上都是一种息票。获取息票的所有者随着的股东的变化而变化，但股东们作为一个整体的投资回报将取决于这些息票的多少和支付时机。投资分析的主要目的就是要估计这些息票的具体数值。当然要估计个别股票的息票的多少非常困难，但若要估计所有股票的息票总和就容易多了。1978年时，根据道琼斯指数股票平均每股账面净资产850美元计算的投资报酬率13%。当然13%只是一个平均标准，而不是一个基本水平。你在1978年投资股票，事实上相当于买入一种债券，其本金约为891美元，年利率非常可能为13%。”

在1999年巴菲特大胆预测未来10年甚至20年内，美国投资人股票投资预期报酬率（包含股利以及预期2%的通货膨胀率）大概在7%左右，在扣除诸如手续费等交易成本，净投资回报率约为6%。

正如巴菲特所预测的那样，在两年后的2001年，美国经济成长依旧，股市却大幅下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以发现，巴菲特预测扣除成本后净投资回报率约为7%，正好与希格尔经过统计分析得出美国股市200年来长期平均实际投资回报率为7%左右的结论非常一致，不知道巴菲特看了希格尔的那本名著后是否会长叹一声：英雄所见略同。

3.1.3 市场波动规律的解释及其对投资人战胜市场的启示

在过去的200年间，美国股票的年复合实际投资收益率接近7%，并显示出惊人的稳定性。其他主要国家的股票实际收益率也与美国的情况相吻合。股票投资收益率的长期稳定性的原因目前还没有得到很好的解释。

希格尔认为："股票投资收益率取决于经济增长、生产力和风险的收益。但是创造价值的能力也同样来自于卓有成效的管理、尊重财产权利的稳定的政治体系以及在竞争的环境中向消费者提供价值的意愿。政治或经济危机可以导致股票偏离其长期的发展方向，但是市场体系的活力能让它们重新返回长期的趋势。或许这就是股票收益为什么能够超越在过去两个世纪中影响全世界的政治、经济和社会的异常变化，保持稳定性的原因"。[1]

其实没有人能够完全解释股市长期内向价值回归的根本原因，这正是股市的神奇之处。

---

[1] （美）杰里米J. 希格尔著：《股票：长线法宝》，海南出版社，2000年，第21~22页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1929年美国国会对未来可能出现的市场崩盘深感不安，于是安排了一次听证会。当时华尔街最著名的投资大师格雷厄姆参加了这次听证会。

参议院银行业委员会主席威廉·富布莱特问格雷厄姆："最后一个问题。当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭个人思考判断你可以用10美元买入一只股票，而它的价值是30美元的，于是你买进一些股票。但您只有当许许多多其他的人们认为它确实值30美元的时候您才能实现您的利润。这个过程是如何产生的——是作宣传呢？还是什么别的方式？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？"

格雷厄姆回答道："这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但我们从经验上知道最终市场会使股价达到它的价值"。㊀

巴菲特回忆在为格雷厄姆——纽曼公司工作时，他问他的老板格雷厄姆：一位投资者如何才能确定，当一家股票的价值被市场低估时，它最终将升值呢？格雷厄姆只是耸耸肩，回答说："市场最终总是这么做的。…从短期来看，市场是一台投票机；但从长期来看，它是一台称重机"。㊁

"实践经验中，聪明的投资者将会发现安慰和鼓舞人心的事情。经过很长时间，证券趋向于以接近价值水平买卖，接近于它们的内在价值。这个修正的时间是不确定的，在某些情况修正的时间实际上要被延迟好几年。……我自己的记录表明，

㊀ （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年1月，第70页。

㊁ An Interview with Warren Buffett in 1974, Forbes magazine, the November 1, 1974.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个被过分低估价值的股票股价得到修正，平均需要的时间在半年到两年半之间”。[㊀]

认识市场的波动规律，对于投资人战胜市场具有非常重大的意义。

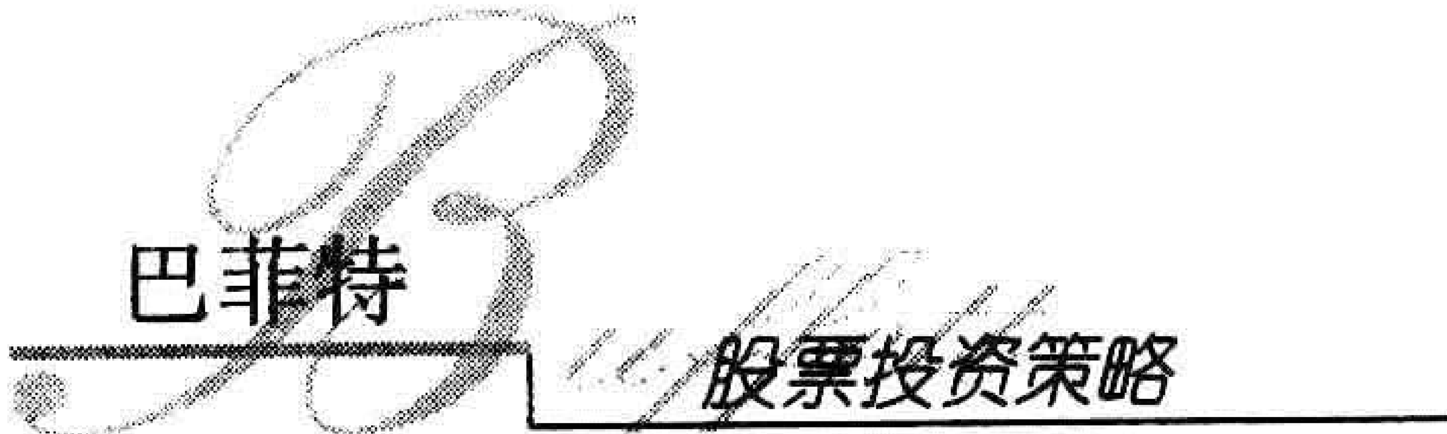
格雷厄姆股票价格波动给投资人很好的投资机会：“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者低价买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者高价卖出的机会”。[㊁]

格雷厄姆指出“股市总是特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其被忽视且朝投资者所期望的价值相反运行相当长时间以检验他的坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性投资者确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴含着机会和最终利润”。[㊂]

这种市场波动正是巴菲特采取长期投资策略的根本信心所在：“我们伯克希尔公司作为可口可乐公司和吉列公司股票的持有者，把自己当成这两家卓越公司的非经营性合伙人。我们用这两家公司的长期发展来衡量我们的投资成就，而不是其在股票市场上每个月的股价涨幅。事实上，即使这两家公司未来几年之内这些公司的股票在市场上根本没有交易，根本没有报价，我们也毫不在意。如果我们有坚定的长期投资期望，那么短期的价格波动对我们来说毫无意义，除非它们能够让我们有

㊀㊁㊂ 分别见（美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第51、55页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



机会以更便宜的价格增持股份。"[㊀]

"如果我们发现了我们喜欢的公司，股市的价格高低并不会真正地影响我们的投资决策。我们将通过公司本身的经营情况决定是否投资。"[㊁]

3.2 无效市场理论挑战有效市场理论

如果股票市场总是有效，我只能沿街乞讨。

——巴菲特

在现代资本市场理论中占据主导地位的有效市场假说认为，市场总是有效的，股票的价格总是完全反映所有的信息，没有人能够持续战胜市场。但是，最近的股市短期波动实证研究则以大量的研究成果表明，在短期内市场经常是无效的，有效市场理论提出的弱式、半强式、强式三种有效市场形式并不成立。巴菲特本人则总结了格雷厄姆的众多追随者们采用价值投资策略取得的优秀业绩，表明价值投资策略能够持续战胜市场是无可争议的事实，对有效市场理论进行了有力反驳。

3.2.1 有效市场假说

有效市场假说的提出起源于早期对市场价格形成的不确定

㊀ Warren E. Buffet: "An Owner's Manual" to Berkshire's to Berkshire's shareholders. June 1996.

㊁ Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性的研究和探索，最早可追溯到1900年出现的商品价格随机游走研究。1970年Fama发表的经典论文《有效资本市场：实证研究回顾》对过去有关有效市场假说的研究进行了系统的总结，并提出了一个完整的理论框架[一]。此后，有效市场假说的研究蓬勃发展，逐步成为现代金融理论的支柱之一。

有效市场假说（efficient market hypothesis）认为，证券资产的价格总是完全反映了所有相关的信息，并排除了利用现有信息就可以获得超额回报率的交易策略的可能性。其最主要的推论就是任何投资人企图长期持续战胜市场的努力都是徒劳的，因为股票的价格已经反映了所有可能的信息，包括所有公开的和未公开的信息，在股价对信息的迅速反应下，任何获得非正常回报的机会都不会存在。

有效市场假说自问世以来，对现代金融产生了十分深远的影响。如果这个理论假设成立，那么投资者所有用来分析和选择股票的努力其实都是浪费的，没有任何人能够持续战胜市场。

巴菲特持续战胜的投资业绩则是对有效市场理论最强有力的挑战之一，他的巨大成功使有效市场理论的支持者无法解释，于是那些获得诺贝尔经济学奖的教授们认为巴菲特是一个怪才和例外，而有效市场理论仍然永远正确。斯坦福大学的威廉·E·夏普认为，巴菲特只是个“3∑事件——一个统计学上极小的概率，可以忽略不计”。[二]

㊀ Fama, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Volume 25., Issue 2, 383～417.

㊁ 罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年1月，第367页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有效市场的基本定义、三种形式、基本假定

有效市场理论的确立是以美国芝加哥大学教授 Fama 在 1970 年发表的《有效资本市场：对理论和实证工作的评价》一文为标志的，在这篇文章中，Fama 提出了得到普遍接受的有效市场的定义：如果所有股票价格都充分反映了所有相关信息，股市即达到了效率状态。Fama 指出，在有效市场中，投资者都利用可获得的信息力图获得更高的报酬，证券价格对新的市场信息的反应是迅速而准确的，证券价格能完全反映全部信息，市场竞争使证券价格从一个均衡水平过渡到另一个均衡水平，而与新信息相应的价格变动是相互独立的，或者说是随机的且不可测的[1]。因此，有效市场理论又被称为随机游走（random walk）理论。Fama（1970）根据与资产定价相关的三种形式的已知信息，提出了有效市场假说的三种形式：弱式、半强式和强式。[2]

（1）弱式有效市场：弱式有效市场中，资产价格充分及时地反映了与资产价格相关的所有历史信息，包括历史价格水平、交易量和收益率等，因此任何投资者都无法利用过去股价所包含的历史信息获得超额利润。弱式有效市场意味着通过分析市场价格的历史走势来预测其未来走势的技术分析是无效的，根本不可能获得超额利润。

（2）半强式有效市场：在半强式有效市场中，证券价格反映了当前所有的公开信息，信息只要一公布，立即被融入价

[1] Fama, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, 383 ~ 417.

[2] Fama, Eugene F., 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, 383 ~ 417.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格，因此，投资者不仅无法从历史信息中获取超额利润，而且也无法通过分析当前的公开信息获得超额利润。半强式有效市场意味着通过分析公司的公开披露信息来确定公司价值并以此来预测其股票价格未来走势的基础分析是无效的，根本不可能获得超额利润。

（3）强式有效市场：强式市场有效性中的相关信息不仅包含所有公开的信息，而且包含未公开的信息。强式有效市场假设认为，证券价格反映了所有与资产价格相关的信息，包括所有历史信息、公开信息和未公开的内幕消息。强式有效市场意味着内幕交易是无效的，投资者即使拥有内幕消息，也无法获得超额利润。

市场有效性是不可检验的

20 世纪六七十年代有效市场假说提出后，学术界对其进行了大量的实证研究工作。在遭受大量的挫折之后，有效市场假说的集大成者 Fama 在 1991 年也不得不承认：市场有效性是不可检验的。[一]

市场有效性意味着“价格对信息快速、正确的反应”，这隐含了这样一个重要命题：已知的信息对获利没有价值。为检验这个命题，需要定义“已知信息”和“获利”。第一个定义相对直接，但是第二个定义有争议。因为在金融中，“获利”表示调整风险后的超额回报率，因此市场有效性的检验必须借助一个定义风险和预期收益率之间关系的模型。

㊀ Fama，Eugene F.，1991. Efficient Capital Markets：II，Journal of Finance，Volume 46，Issue 5（Dec.，1991），1575 ~ 1617.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果实际收益与模型得出的预期收益相符，则认为市场是有效的。因此，市场有效性的检验对风险——预期收益率模型存在着巨大的依赖性，市场有效性必须与风险——预期收益率模型同时得到证明。

这样就陷入了一个悖论：风险——预期收益率模型的建立以市场有效为假定前提，而检验市场有效性时，必须先假设风险——预期收益率模型是正确的。这就说明利用市场有效性假设下的风险——预期收益率模型是无法检验市场有效性的。只要有人发现对已有信息的交易可以获得超额回报率时，有效市场假说的支持者马上会提出一个风险——预期收益率模型来说明这种超额回报率是因为承担了更大的风险才形成的。这个问题一直成为有效市场假说和行为金融学两派学者争执的焦点。

由于以上原因，关于市场有效性的实证研究很难得出统一的结论。另外，关于市场有效性的实证研究往往是对不同时期、不同市场的数据采用不同的资产定价模型，这也造成研究结果难免不够客观。

3.2.2 市场短期内经常无效

有效市场理论受到了重大挑战，大量实证研究表明股票市场并不像有效市场假说声称的那样总是能够形成均衡预期收益，实际上市场经常是无效的，存在着大量收益异常现象，这些现象无法用有效市场理论进行解释，故被称为“异象”(anomalies)。正是对这些异象的研究，使得人们开始对有效市场假说进行反思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度反应

De Bondt 和 Thaler（1985）[㊀]提出的金融资产价格的过度反应（over-reaction）现象，这对弱式有效市场理论提出了有力的挑战。他们的研究方法是根据资产组合形成的前3年表现，将组成股票分为溢价股票和跌价股票，然后比较这两组股票在以后5年的表现。结果发现原先的跌价股票取得了极高的收益率，而原先的溢价股票却只有极低的收益率，并且这种现象不能用跌价股票的风险来解释。他们认为，一个比较合理的解释是金融资产价格中存在反应过度现象。跌价股票价格太低，于是在后来的5年中得以回升；而溢价股票的价格太高，于是在后来的5年中价格下降。这个解释与心理学的解释一致：跌价股票一般在近几年向市场发出利空信息，投资者便将以前的、现在的状况推广到将来，因此低估了这些股票。而溢价股票则正好相反，投资者高估了股价。

赢者输者效应

De Bondt 和 Thaler（1985）将公司股票按照股价表现进行分类，将前3年内股票累积收益率排在最前几位的公司构造成为赢者组合（winner portfolio），将前3年内股票累积收益率排在最末几位的公司构造成为输者组合（loser portfolio），然后在1933年至1985年期间比较两种组合在组合形成后5年内的累积收益率。结果发现输者组合能够取得很高的收益率，相对于市场整体而言，输者组合在形成后60个月内的累积收益率约

㊀ De Bondt, W. and R. H. Thaler (1985). "Does the Stock Market Overreact?", Journal of Finance, 40: 793-805.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为30%，而赢者组合约为－10%。

Chopra、lakonishok 和 Ritter（1992）㊀的研究发现，在一段较长的时间内，过去市场表现差的股票具有强烈的趋势在其后的一段时间内会出现较大的涨幅，而在一段较长的时间内，过去市场表现好的股票具有强烈的趋势在其后的一段时间内会出现较大的跌幅。简单地说，股票投资收益率在长期内会出现反转。

这些研究表明证券市场的弱式有效形式并不成立，股票未来收益率是可以预测的，以往的价格和收益率对于将来都具有预测作用。投资者可以根据过去的价格和收益率构造出选定的投资组合来战胜市场。

小公司效应

小公司效应是指小盘股比大盘股的收益率高。Rolf Banz（1981）㊁最早研究了小公司效应。他将所有纽约股票交易所上市公司从1926年到1980年根据市值排序，研究发现，总收益率和风险调整后的收益率都有随公司的相对规模（由其现有资产净值的市值表示）的上升而下降的趋势，他把所有在纽约证券交易所上市的股票按公司规模分成五组，结果最小规模组的平均年收益率比那些最大规模组的公司要高3.3%，这一现象以后被学者称为规模效应，也称为小公司效应。

㊀ Chopra, Navin, Josef Lakonishok, and Jay R. Ritter.（1992）“Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?” *Journal of Financial Economics* 31, pp. 235～268.

㊁ Banz, R. 1981. “The Relationship Between Return and Market Values of Common Stock.” *Journal of Financial Economics* 9（March）: 3～18.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Marc Reinganum（1983）[一]研究了1963～1980年NYSE-AMSE所有上市股票投资收益率与市值的关系。他的研究表明公司规模最小的普通股票的平均收益率要比根据CAPM模型预测的理论收益率高出18%。

Fama和French（1992）[二]对市值对投资收益的影响作过一个经典的研究。他们对1963至1990年间在纽约证券交易所、美国证券交易所、纳斯达克上市交易的股票每年按照市值进行分组，然后计算每一组股票下一年的平均收益。他们发现市值最小的10%的股票组合比市值最大的10%的股票组合的年平均投资收益要高，而且每月都要高出0.74%。

Siegel（1998）的研究发现，1926～1996年间，纽约证券交易所市值最大的10%股票的年复合投资收益率为9.84%，市值最小的10%股票的年复合投资收益率为13.83%，平均而言小盘股比大盘股的年收益率高出4%。[三]

金融学家对各主要发达国家的证券市场进行了广泛检验，发现日本、加拿大、西班牙、比利时等国家都存在小公司的规模效应。而且研究还发现，小公司效应大部分集中在1月份。用标准的风险测量方法很难说明小盘股在1月份风险更高。由于公司的规模和1月份的到来都是市场已知信息，这一现象明显地违反了半强式有效市场假设。

㊀ Reinganum, M. 1981. "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values." *Journal of Financial Economics* 9 (March): 19～46.

㊁ Fama, E. F. and K. R. French, 1992, The *Cross-Section of Expected Returns*, Journal of Finance, v47, 427～466.

㊂ Siegel, J. J. (1998), Stocks for the Long Run", (2nd ed.). McGraw Hill: 3～24.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市净率效应

最近的研究发现市净率（每股市价与每股账面净资产之比）能够预测收益率。高市净率的股票被认为是成长型（growth）股票，而低市净率的股票被认为是价值型（value）股票。所有的研究表明，价值型股票能够显著战胜成长型股票。

Roger Ibbotson（1986）[㊀]对市净率与投资收益的关系进行了检验。纽约股票交易所的所有上市股票每年年底根据市净率进行排序，分成相同数量的10组股票投资组合，计算每组投资组合18年期间（1966年12月31日~1984年12月31日）复合年收益率。研究表明，18年期间低市净率股票显著超过高市净率股票，最低市净率组合复合年收益率为14.36%，显著超过NYSE指数收益率8.6%。

Fama和French（1992）[㊁]对市净率对投资收益的影响作过一个经典的研究。这一研究的年代跨度为1963~1990年，包括所有在NYSE、AMEX和NASDAQ挂牌的非金融企业的股票。所有股票按市净率比率分成10个投资组合，每个投资组合再根据市值规模分成10个投资组合。其投资收益情况如下：

表3-2 NYSE、AMEX和NASDAQ上市公司高低市净率股票投资收益对比

市值分组	根据市净率分为10组									
	最高市净率									最低市净率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1（小市值）	8.4%	13.7%	14.4%	17.2%	18.7%	18.1%	20.4%	20.5%	21.8%	23.0%

㊀ Roger Ibbotson: *Portfolios of the New York Stock Exchange*, 1967 ~ 1984, Working Paper, Yale School of Management.

㊁ Fama, E. F. and K. R. French, 1992, *The Cross-Section of Expected Returns*, Journal of Finance, v47, 427 ~ 466.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

市值分组	根据市净率分为10组									
	最高市净率									最低市净率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2	5.2	12.6	11.5	14.3	16.0	14.3	19.0	15.4	17.2	21.5
3	6.7	10.6	14.8	11.4	16.3	15.6	15.6	16.8	18.5	19.2
4	4.7	8.6	12.7	16.3	13.6	14.5	16.1	19.1	18.1	17.6
5	10.6	7.8	13.0	17.6	13.6	17.2	17.3	15.1	18.2	17.9
6	8.4	11.8	13.7	14.8	11.3	15.2	14.3	14.3	14.9	18.0
7	11.4	12.0	11.9	10.0	11.9	13.6	11.9	13.9	13.2	17.6
8	7.9	13.6	10.9	11.4	11.9	12.1	13.8	12.6	15.5	18.6
9	5.3	10.7	11.0	12.0	12.6	11.2	9.8	13.3	12.5	14.6
10（大市值）	11.2	10.6	10.1	8.5	9.5	10.0	9.7	11.5	11.6	14.2
所有公司	7.7	11.8	12.7	14.0	14.9	15.1	16.7	16.8	18.0	19.6

资料来源：Fama, E. F. and K. R. French, 1992, *The Cross-Section of Expected Returns*, Journal of Finance, v47, 427 ~ 466.

研究表明，最低市净率投资组合内的小市值股票投资收益最高，同时在同一类市值规模分组中，低市净率股票投资收益最高。

另外回归检验表明，将β系数、市值、市净率、市盈率四种指标的未来投资收益预测能力进行比较，市净率是最有效的指标。

研究还发现高市净率的股票风险更大，在大盘下跌和经济衰退时，业绩特别差。市净率与收益率明显的反向关系对有效市场假说的半强式有效市场形式形成严峻的挑战。因为这时已知的信息对于收益率有明显的预测作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格在无信息时仍会反应

1987 年 10 月 19 日，美国股市道琼斯工业指数平均下降了 22.6%，这是历史上跌幅最大的一天。但在股市崩溃之前并没有任何明显的消息。许多研究试图找到造成股市崩溃的原因，但是并没有获得有说服力的证据。

Culter 等（1991）对美国股市在第二次世界大战后 50 个最大的股票价格日波动情况进行了研究，发现大部分的市场巨幅振动并没有伴随相应的重要信息公布。这证明除了信息之外还有其他的力量在推动股市价格的运动。[㊀]

指数加入事件的研究也引起了许多学者的关注。在美国，S&P500 指数包含了全国的 500 家大公司股票，每年有少数公司因为被兼并而从指数中删除，同时选入其他新的公司来替代。将一个公司加入指数本身并不增加公司的价值，因此不传递任何有价值的信息。但是，当一个公司加入指数，指数基金将增加对其股票的需求量。另外，专业的基金管理人员为了使自己的资产组合和指数接近，也将增加对这种股票的需求量。Wurgler 和 Zhuravskaya（2002）的研究表明，1976 ~ 1996 年间入选标准普尔 500 指数实际上使股票的平均价格上涨了 3.5%，而且这种上涨是稳定持久的。[㊁]

这些现象表明，需求的变化移动了资产价格，套期保值者的存在并没有删除价格的偏差。

㊀ Culter, M. David, James M. Poterba, and Lawrence H. Summers, 1991, Speculative dynamics, Review of Economic Studies 58, 529 ~ 546.

㊁ Wurgler, Jeffrey, and Katia Zhuravskaya, 2002, Does arbitrage flatten demand curves for stocks? Journal of Business, 75, 583 ~ 608.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.2.3 巴菲特对有效市场理论的抨击

曾经有一则小故事这样嘲讽了有效市场理论的无效性：两位信奉有效市场理论的经济学教授在芝加哥大学的校园里散步，忽见前方有一张像是10美元的钞票，其中一位教授正打算去拾取，另一位拦住他说，“别费劲了，如果它真的是10美元，早就有人捡走了，怎么会还在那里呢?”在他俩争论时，一位叫花子冲过来捡起钞票，跑到旁边的麦当劳买了一个大汉堡和一大杯可口可乐，边吃边看着两位还在争论的教授直乐。

巴菲特正是那个在股市非常低迷时低价捡走别人只敢看不敢买的超级明星企业股票，从而成为让研究有效市场理论的教授无法解释的华尔街股神。

巴菲特本人对充斥学院研究的有效市场理论不屑一顾，“如果市场总是有效的，我只能沿街乞讨。”[1]

巴菲特认为市场并不总是有效的，而是经常无效的，他持续战胜市场的原因是远比市场先生更加了解买入的公司并能够正确估价，从而利用市场价格与内在价值的差异获利。“70年代有效市场理论在学术圈子里非常流行，实际上几乎成了神圣的教旨。概括而言，这个理论的观点是，股票分析毫无用处，因为所有关于股票的公开信息都已经相应反映在股价中。简单地说就是，市场总是无所不知。因此，教授有效市场理论的教授们说，一个人往股票清单上掷飞镖来所选出的股票形成的投

[1] Terence P. Pane: Yes, You Can Beat The Market, Fortune Magazine, April 3, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合，与一个最聪明且最勤奋的证券分析师选出的投资组合相比较，其预期收益率完全相同。令人吃惊的是，不仅是那些学术人士，甚至还有许多专业投资人和公司经理信奉有效市场理论。正如他们所观察到的那样，市场经常是有效的，但由此得出市场永远是有效的结论就完全错了。两者的差别如同白天与黑夜一样不同。我们认为格雷厄姆——纽曼公司、巴菲特合伙公司、以及伯克希尔公司连续60年的套利经验（还有许多证据）就可以说明有效市场理论多么荒唐透顶。"㊀

巴菲特认为根本没有必要学习那些有效市场理论："要想成功地进行投资，你不需要懂得什么Beta值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场。事实上大家最好对这些东西一无所知。当然我的这种看法与大多数商学院的主流观点有着根本的不同，这些商学院的金融课程主要就是那些东西。我们认为，学习投资的学生们只需要接受两门课程的良好教育就足够了，一门是如何评估企业的价值，另一门是如何思考市场价格。"㊁

1984年，哥伦比亚大学为了庆祝由格雷厄姆与多德合著的《证券分析》发行50周年，把辩论的双方聚集到了一起，使这场争论达到了顶点。

来自罗杰斯特大学的迈克·C·詹森代表支持有效市场理论的学术界发言，巴菲特则代表格雷厄姆和多德价值投资实务界发言。詹森是有效市场理论虔诚的信徒，他认为"经济学

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1988.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中没有比有效市场更有经验证据的理论”。[一]面对台下持续战胜市场的格雷厄姆和多德的明星学生们，詹森却断言很难说这些杰出的投资人是否真的很杰出，他的理由是著名的“选择倾向问题”：“如果我来调查一些不太杰出的分析家如何用掷硬币来做出投资决策时，我敢说有些人一轮中有两次是面朝上，甚至有 10 次是面朝上的”。[二]他的观点来自于一个被多次证明且反复引用的现象：大多数投资管理人的业绩并不能比根据掷硬币来随机选股的业绩更好。

巴菲特在他的演说中对有效市场理论进行了反驳，他总结了格雷厄姆的追随者们采用价值投资策略持续战胜市场的无可争议的事实，证明了市场的无效性，在投资界产生了很大的影响力。巴菲特在演讲中借用了詹森“掷硬币”的例子：

“我要各位设想一场全国性的掷硬币大赛。让我们假定，全美国 2.25 亿的人口在明天早晨起床时，都掷出 1 枚 1 美元的硬币，并猜硬币出现的是正面或是反面。如果猜对了，他们可以从猜错者手中赢得 1 美元。如此循环每天都会有输家遭到淘汰，奖金则不断地累积。经过 10 个早晨 10 回合的投掷之后，全美国约有 2.2 万人连续 10 次猜对结果，每人可赢得超过 1 000 美元的奖金。”

假定现在继续猜硬币的游戏，在经过 10 个早晨，约有 215 个幸运者能够连续 20 次猜对掷硬币的结果，大家平分输家所付出 2.25 亿美元的赌注，每个人约可赢得 100 万美元的

[一] （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997 年 1 月，第 367 页。

[二] （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997 年 1 月，第 372 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奖金。

这些赢家会对持怀疑态度的有效市场理论教授说："如果这是不可能的事，为什么会有我们这215个人存在呢?"但是，某商学院的教授可能会粗鲁地提出一项事实，今天如果是由2.25亿只猩猩参加这场大赛，同样地也会有215只连续赢得20次的投掷。巴菲特指出，如果发现其中有40只猩猩是来自于奥玛哈的某个动物园，则其中必有蹊跷。如果你发现成功的案例有非比寻常的集中现象，则你一定希望判断这种异常的特征是否就是成功的关键因素。

"格雷厄姆—多德村落"超级投资者的共同特征

巴菲特在演讲中指出，人们在投资领域会发现绝大多数的"掷硬币赢家"都来自于一个极小的智力村落，他称之为"格雷厄姆—多德村落"，这个特殊智力村落存在着许多持续战胜市场的投资大赢家，这种非常集中的现象绝非"巧合"二字可以解释。

"我所要考虑的这一群成功投资者，他们有一位共同的智力族长——格雷厄姆。但是这些人离开这个智力家族后，都是依据很不相同的方法猜测自己的硬币。他们各自前往不同的地方，买卖不同的股票和企业，但他们的总体业绩绝对无法用随机因素来解释。他们作出同样正确的猜测，并不是因为领导者下达某个指令，因此也无法用这种方式解释他们的表现。族长只提供了猜测硬币的智力理论，每位学生都必须自己决定如何运用这项理论。"

"来自'格雷厄姆—多德村'的投资者所具备的共同智力架构是，他们探索企业的价值与该企业的市场价格之间的差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异，实质上，他们利用二者之间的差异，却不在意有效市场理论家所关心的问题：股票究竟在星期一或星期二买进，或是在一月份或七月份买进……等问题，就像企业家买进某家公司股权一样，这正是'格雷厄姆—多德村落'的投资者透过买入流通股票所采取的投资方式。我怀疑有多少人会在意交易必须发生于某个月份或某个星期的某一天，如果企业买进交易发生在星期一或星期五没有任何差别，则我无法了解学术界人士为何要花费大量的时间和精力，研究代表该企业部分股权的股票交易发生时的差异。无庸多说，格雷厄姆—多德村落的投资者并不探讨 Beta、资本资产定价模型、证券投资报酬率的方差，这些都不是他们所关心的议题，事实上，他们大多难以分辨上述的学术名词，他们只在乎两个变量：价值与价格。"

巴菲特在演讲中列出了 9 个来自"格雷厄姆—多德村落"的投资管理人长期持续战胜市场指数的投资业绩记录。他指出："尽管他们的投资风格虽然有很大不同，但其投资态度却完全不同：购买的是企业，而非企业的股票。他们当中有些人偶尔会买下整个企业，但是他们经常只是购买企业的一小部分股票，不论买进企业整体或一部分股票，他们所禀持的态度完全相同。在投资组合中，有些人持有几十种股票，有些人则集中少数几支股票，但是每个人的投资业绩都来自于利用企业股票市场价格与其内含价值之间的差异"。

巴菲特 1984 年在哥伦比亚大学演讲中指出，市场上存在着许多没有效率的现象，华尔街的股民们的情绪波动可以影响股票价格，当最情绪化、最贪婪的或最沮丧的人肆意驱动股价时，很难辩称市场价格是理性的产物，事实上，市场经常是不合理的。巴菲特指出这些来自于"格雷厄姆—多德村落"的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人成功的根本原因在于他们利用市场无效性所产生的价格与价值之间的缺口。

巴菲特在演讲中指出，有效市场理论错误的关键在于，价值投资中报酬与风险不成正比而成反比，如果你以 60 美分买进 1 美元的纸币，其风险大于以 40 美分买进 1 美元的纸币，但后者报酬的期望值却比较高，以价值为导向的投资组合，其报酬的潜力越高，风险却越低。

巴菲特在伯克希尔 1993 年年报中把风险定义为价值损失的可能性，并对有效市场理论将风险定义为相对于市场指数的价格波动性进行了批驳：

“我采用字典上的术语将风险定义为“损失或损伤的可能性”（the possibility of loss or injury）……然而，学究们喜欢另行定义投资“风险”，断言它是股票或股票投资组合的相对波动程度，即它们相对于其他股票的波动程度。……对于公司所有者来说——这种对风险的学术定义远远偏离了靶子，甚至产生了荒谬。比如，在贝塔理论下，一只相对于市场指数水平暴跌的股票——比如 1973 年我们买进的华盛顿邮报的股票走势——在低价位时相对于在高价位时“更有风险”。那么，这些话对那些有机会以巨大的折扣购买整个公司的人来说有什么启迪呢？”

……

“在确定风险的时候，贝塔值的纯粹主义者会鄙视调查公司的产品、公司的竞争对手有什么举动、或者这家公司使用的贷款额是多少等等一切背景材料。他甚至不想知道公司的名字。他重视的是公司股票价格的历史走势。相反，我们可以幸运地说，我们无意去了解公司股票价格的历史走势，而是尽心去寻找可以进一步了解公司业务的所有信息。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……

“根据我们的看法，投资必须确定的真正风险是他从投资（包括他的出售所得）中得到的总的税后收入，在整个预计的持有期内，是否可以至少保证他拥有与原来相当的资金实力，包括初始投资的适当利息。”

3.3 认识自己的愚蠢才能利用市场的愚蠢

市场先生是你的仆人，不是你的向导。

——巴菲特

在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

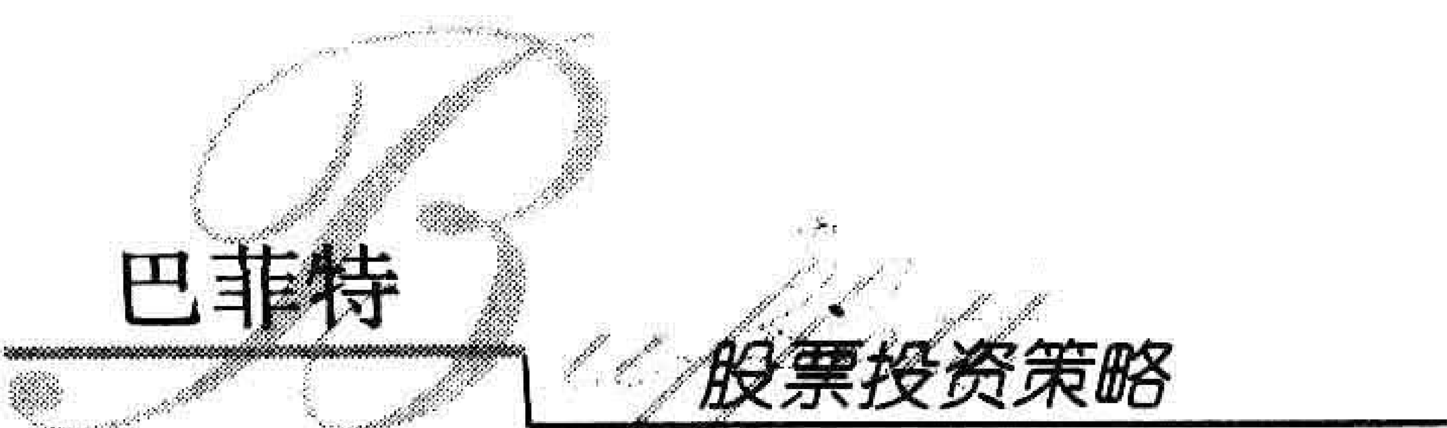
——巴菲特

巴菲特一再强调投资者必须保持理性才能战胜经常并非理性的市场：“投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做”。[1]

人们常认为生活中态度决定一切，其实在投资中也是态度决定一切。格雷厄姆指出，“对待价格波动的正确的态度是所有成功的股票投资的试金石”。[2]最近兴起的行为金融理论研究表明，亏损的投资者往往是那些容易受到市场波动影响、经常

[1] “Warren Edward Buffett”, Forbes 400, Oct 18, 1993. page 40.
[2] （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001 年，第 31 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出现行为认知偏差的人。现实中的投资者并非像有效市场理论中假设的那样是完全理性的，而是有限理性投资者，存在许多行为认知偏差，由此形成非理性投资行为使其买入或卖出股票时不能理性地以股票内在价值为基准，从而在长期内必定会遭受亏损。

巴菲特的投资经验和行为金融学的研究成果告诉我们，投资者战胜市场的基本前提是具有理性的投资态度。这种理性主要体现在投资者如何对待自身的愚蠢和市场的愚蠢：

- 一是认识市场的愚蠢：尽可能避免市场的巨大的情绪性影响，减少和避免行为认知偏差，保持理性。
- 二是认识自身的能力圈，避免在能力圈外进行愚蠢的投资决策。
- 三是利用市场的愚蠢。要远比市场先生更加了解你的公司并能够正确评估公司价值，从而利用市场的短期无效性低价买入，利用市场长期内向价值回归来赚取巨大的利润。

简单地说，巴菲特对付市场先生的最佳策略就是：不做蠢事，不做愚蠢的赌博，只在自己的能力圈内做理性的投资，用自己的理性来利用市场的愚蠢错误。

3.3.1　认识市场的愚蠢，保持理性态度

巴菲特在投资实践中，对投资者的非理性有深刻的认识："事实上，人们充满了贪婪、恐惧或者愚蠢的念头，这点是可以预测的。而这些念头导致的结果却是不可预测的。"

在中国股市这个非完全市场化的股票市场中，听消息、跟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄炒股票的非理性投机反而是最普遍的投资模式。许多人根本不对上市公司进行哪怕最简单的基本分析，只要一听说有消息就疯狂地买入或卖出。相信每个投资者都会天天看到这种情况在身边发生。有趣的是，尽管如此，在许多专业报纸、期刊上看到许多实证研究以大量的数据分析表明，中国股市竟然是有效的。在国外终于有些学者开始正视事实，根据实际而不是假设来研究证券市场中投资者的真实行为。这些研究影响越来越大，逐步形成了一门新的金融理论：行为金融学。行为金融理论以心理学对人类决策心理的研究成果为依据，以人们的实际决策心理为出发点，讨论投资者的非理性投资决策对证券价格变化的影响。

行为金融学研究表明，现实中的投资者正如巴菲特所说"充满了贪婪、恐惧或者愚蠢的念头"，并非像有效市场理论中假设的那样是完全理性的，而是有限理性的，存在许多行为认知偏差，从而导致价格偏离价值。这些研究证明了格雷厄姆和巴菲特"股票市场短期是一台投票机"的说法，为巴菲特战胜市场的投资策略提供了理论上的支持。投资者要战胜市场，就必须要保证自己不要做出非理性的错误行为，然后才有可能利用其他投资者的非理性错误来获利。如果自己进行非理性的投机，却期望出现比自己更傻的傻瓜，最后可能会发现自己才是更傻的傻瓜之一。

正如巴菲特所说："投资必须是理性的，如果你不能理解它，就不要做"。[1]

---

[1] "Warren Edward Buffett", Forbes 400, Oct 18, 1993. page 40.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者经常出现的认知和行为偏差

行为金融学认为，由于投资者是有限理性的，在投资决策过程中常常会受到各种心理因素的影响，导致出现大量认知和行为偏差。通俗地讲就是智力正常、教育良好的聪明人却经常做傻事。

过度自信（Over confidence）

心理学研究表明，人们总是对自己的知识和能力过度自信，过度自信几乎是人类最根深蒂固的心理特征之一。投资者往往过于相信自己的判断能力，高估自己成功的机会，认为自己能够"把握"市场，把成功归功于自己的能力，而低估运气和机会在其中的作用。尤其是各领域内的专家往往比普通人更趋向于过度自信，金融专业人士（证券分析师、机构投资者）也是如此。过度自信的产生有其深刻的心理学基础，证券市场的巨大不确定性使投资者无法做出适当的权衡，非常容易出现行为认知偏差。过分自信是行为金融学中研究最多的认知偏差，市场上的很多异象都是由投资者的过分自信造成的，最典型的投资者行为是过度交易，推高成交量，导致高昂的交易成本，从而对投资者的财富造成不必要的重大损失。

过度反应和反应不足

Shiller（1981）发现了股票市场的波动率远远大于能被价格等于红利贴现模型解释的波动率，随后在市场波动率的研究中 Bondt 和 Thaler（1985）提出了金融资产价格的过度反应（over-reaction）现象[1]。他们根据资产组合形成的前 3 年表现，

[1] De Bondt, W. and R. H. Thaler (1985) 'Does the Stock Market Overreact?', *Journal of Finance*, 40: 793 ~ 805.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将组成股票分为溢价股票和跌价股票，然后比较这两组股票在组合形成后5年的表现。结果发现原先的跌价股票获得了极高的收益率，而原先的溢价股票却只有极低的收益率，并且这种现象不能用跌价股票的风险来解释。他们认为，一个比较合理的解释是金融资产价格中存在过度反应现象。

过度反应是指投资者对最近的公司信息赋予过多的权重，导致对近期趋势的推断过度偏离长期平均值。投资者过于重视新的信息，而忽略长期的历史信息，而后者更具有长期趋势的代表意义。因此投资者经常在坏消息下过度悲观而导致证券价格上升过度，在好消息下经常过度乐观而导致证券价格下跌过度。

根据过度反应的内涵，我们不难看出，在过度反应现象下，市场上会出现以下两种等价现象：①股票价格的异常波动将会伴随着随后的价格反方向运动，即超涨的股票在修正中补跌，而同时超跌的股票则会补涨；②股票价格的异常波动幅度越大，那么在以后的反向修正中其调整幅度也越大。这两点已被许多实证结果所发现，同时也是验证过度反应是否存在的依据。

反应不足则是指投资者对新的信息反应不足，尤其是证券分析师等专业投资者，他们往往对曾经处于困境的公司抱有成见，不能根据公司最近出现的增长而对原来的盈利预期进行足够的修正，导致低估其价值而错过大好投资机会。

这两种现象的存在对市场有效性理论提出了挑战，因为这意味着在不同的市场中专业的投资者利用这些现象获取超额利润，却并不承担额外风险。

损失厌恶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失厌恶（loss aversion）是指面对同样数量的盈利和损失时，损失却比盈利会给投资者带来更大的情绪影响。Kahneman 和 Tversky 发现同等数量的损失带来的负效用为同等数量的盈利的正效用的 2.5 倍。

损失厌恶导致投资者放弃一项资产的厌恶程度大于得到一项资产的喜悦程度，使决策者更愿意维持现状而不愿意放弃现状下的资产，这种现象称为"禀赋效应"。禀赋效应在投资中表现为买价与卖价的不合理价差。

损失厌恶还会导致投资者过于强调短期的投资亏损，而不愿长期持有股票，更愿意投向稳定的债券，使其错失长期的巨大盈利机会。

后悔厌恶

一个人做出的错误的决定后往往会后悔不已，后悔者感到自己的行为要承担引起损失的责任，会比损失厌恶更加痛苦，这种现象称为"后悔厌恶"。为了避免后悔，投资者可能做出一些不理性的行为，如为了等待不必要的信息而推迟决策。

处置效应

损失厌恶和后悔厌恶能够较好地解释处置效应，即过早卖出盈利的股票，长时间不愿卖出亏损股票的现象。这是因为在盈利时投资者为了避免未来价格下跌的后悔，在亏损时投资者不愿承受兑现亏损的痛苦。

心理账户

投资者根据资产的来源、资产的所在及资产的用途等因素对资产进行归类，这种现象称为"心理账户"。投资者倾向于将其投资武断地分配到不同的心理账户中，并对在不同心理账户的投资以不同的标准进行投资决策。如人们通常对赌场赢来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的钱乱花一气，却对工资的支出非常谨慎，尽管二者是同样的货币。

锚定

锚定是指人们趋向于把对将来的估计和过去已有的估计相联系，尤其在判断股票价格时，会把心理注意力集中在近期的某个时间点上而忽视长期的价格变化。如证券分析师总是习惯于“锚定”自己的思维，他们喜欢提出一个投资建议，然后就停留在那儿，而不顾不利于这样操作的新证据的出现，因为他们过于相信自己过去对于盈利的估计。

羊群行为

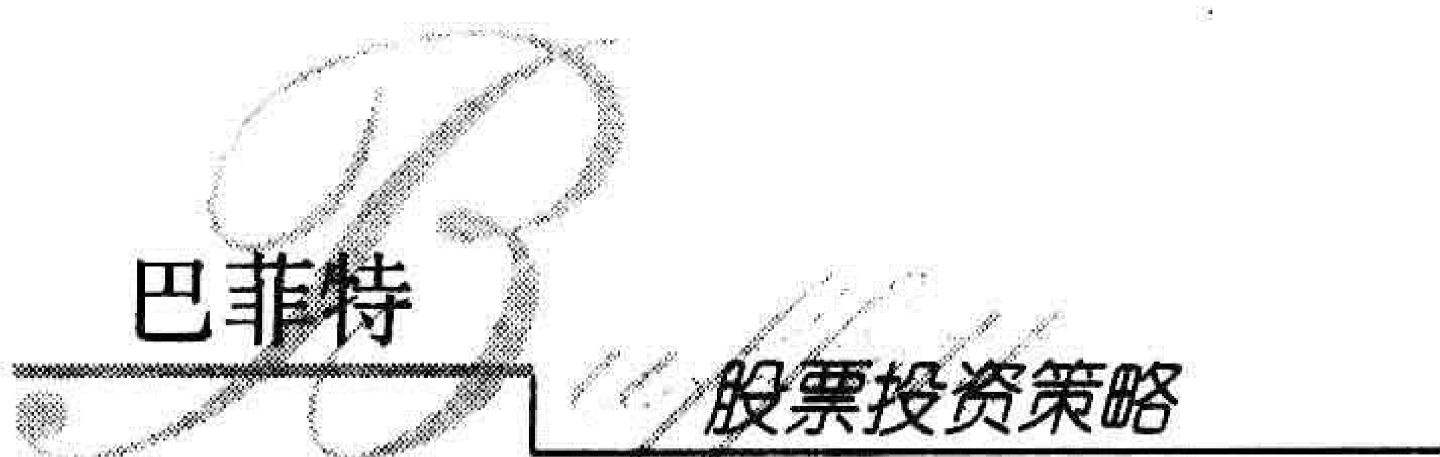
羊群行为指动物（牛、羊等畜类）成群移动、觅食。后来这个概念被引申来描述人类社会现象，指与大多数人一样思考、感觉、行动，与大多数人在一起，与大多数人保持一致。以后，羊群效应这个概念被金融学家借用来描述金融市场中的一种非理性行为，指投资者趋向于忽略自己的有价值的私有信息，而跟从市场中大多数人的决策方式。羊群行为表现为在某个时期，大量投资者采取相同的投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好。

金融经济学家有关证券市场中羊群效应的实证研究已经取得不少成果。Scharfstein 的研究发现基金经理之间存在着明显的羊群效应；[1] Grinblatt 则发现共同基金投资的羊群行为[2]；

[1] Scharfstein D. S. & Stein J. C. (1990) “herd behavior and investment” American Economic Review, 80, 465 ~ 479.

[2] Grinblatt M., Titman S. & Wermers R. (1995) momentum investment strategies, portfolio performance and herding: a study of mutual fund behavior American Economic Review, 85 (5), 1088 ~ 1104.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



Trueman 和 Welch 则以金融分析师为研究对象，结果也证实了分析师之间存在显著的羊群效应。[一]

代表性偏差（Representativeness）

代表性偏差是指这样一种认知倾向：人们喜欢把事物分为典型的几个类别，然后，在对事件进行概率估计时，过分强调这种典型类别的重要性，而不顾有关其他潜在可能性的证据。选择性偏差的后果势必使人们倾向于在实际上是随机的数据序列中“洞察到”某种模式，从而造成系统性的预测偏差。大多数投资人坚信“好公司”（指有名望的大公司）就是“好股票”，这就是一种代表性偏差。这种认知偏差的产生是由于投资者误把“好公司”的股票混同于“好股票”。其实好公司的股票价格过高时就成了“坏股票”，坏公司的股票价格过低也就成了“好股票”。

保守主义（Conservatism）

Edwards 在 1968 年对保守主义作了一个定义：保守主义是指个体在新的事实面前修正原有观点的速度比较慢。贝叶斯法则是描述投资者决策过程的有力工具。保守主义意味着投资者事后修正不确定事件发生的概率的方式与贝叶斯修正相同，但修正的力度要比标准的贝叶斯修正要小。

自归因（Self-Contribution）

自归因指的是人们总是将过去的成果归功于自己，而将失败归因于外部因素的心理特性。投资者通常将投资成功归功于自己的能力，而投资失败则归咎于外部的不利因素。这

㊀ Trueman, B. (1994) "analysts forecasts and herding behavior" Review of financial studies, 7 (1), 97～124.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，投资者的自信心将随着公开信息与自有信息的一致而不断加强；但一旦公开信息自有信息相反时，其自信心却并不等量地削弱。

显著性思维（Saliency）

显著性思维是指尽管某些事件的发生概率很小，但一旦发生后影响很大，能为人们所瞩目。对于这样的事件，人们通常会高估其发生的概率。

在资本市场上，以上这些现象很少单独出现，而是紧密地联系交织在一起。认知偏差出现的原因在于人脑的本质功能是处理人与人之间的关系，而不是进行统计计算，大脑处理视觉形象远胜于处理数字逻辑。在许多情况下，认知偏差是我们用以简化日常生活的必要方法，因此，可以说，认知偏差是我们日常生活中认识过程的一部分，也是证券投资中决策过程的一部分。

李心丹等人（2002）用心理学实验检验了中国投资者几种常见的认知偏差现象，他们进行了两轮测试，一轮是面向文化层次较高的投资者，另一轮是面向普通的股民。研究发现：在面对风险性选择时，两组投资者具有相似的认知偏差，包括明显的确定性心理、损失厌恶心理、后见之明、过度自信心理和锚定心理。[1]

保持正确的理性投资态度是避免愚蠢行为的关键

行为金融学研究的投资过程中的行为认知偏差，对于我们保持正确的投资态度具有重要的借鉴意义。投资者战胜市场的

---

[1] 李心丹等：中国证券投资者行为研究，上证联合研究计划第三期课题报告，2002年1月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前提是保持理性，尽可能减少行为认知偏差。

因此巴菲特认为在投资中智商并不是最重要的，更重要的是情商："你不需要成为一个火箭专家。投资并非一个智商为160的人就能击败智商为130的人的游戏"。[一] "关键是要有一种"金钱头脑"，这并不是智商，而且你必须要有合适的性格。"[二]

格雷厄姆指出，"对待价格波动的正确的态度是所有成功的股票投资的试金石"。[三]格雷厄姆认为，成功的投资者往往是那些性格稳定的人，投资者最大的敌人不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。巴菲特将格雷厄姆的精华总结为："合适的性格与合适的才智相结合，才会产生理性的投资行为"。

巴菲特在伯克希尔1987年年报中指出："一个投资者必须既具备良好的公司分析能力，同时又具备必须把他的思想和行为同在市场中肆虐的极易传染的情绪隔绝开来，才有可能取得成功。在我自己与市场情绪保持隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆的市场先生的故事牢记在心非常非常有用"。

㊀ Fromson, Brett Duval: Are these the new Warren Buffetts? (1990 Investor's Guide) Fortune, September, 1989.

㊁ Whitney Tilson: Buffett's Wit and Wisdom, May 3, 2004.
http://www.fool.com/news/commentary/2004/commentary040503wt.htm

㊂ （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第31页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.3.2 只在能力圈内进行投资

王尔德（Oscar Wilde）曾说过：先爱自己，才能开始一生的浪漫故事。对于投资也是如此：先了解自己的能力圈，才能开始一生的投资传奇。

巴菲特在伯克希尔1996年年报中为投资者提出的最重要的原则是："投资人真正需要具备的是给予所选择的企业正确评价的能力，请特别注意'所选择'（selected）这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家。你只需要能够评估在你能力圈范围之内的几家公司就足够了。能力圈范围的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己的能力圈范围"。

"不同的人理解不同的行业。最重要的事情是知道你自己理解哪些行业，以及你正好在你自己的能力圈内活动"。[㊀] 查理·芒格警告投资者说："每个人必须找出你的长处，然后你必须运用你的优势，如果你试图在你最差的方面获取成功，我敢肯定，你的事业将会一团糟！"[㊁]

只有在自己的能力圈内，投资者才有可能对企业持续竞争优势进行合理的分析，才能对企业价值进行大致准确的估计。正如老子在《道德经》中所说："知不知，上。不知知，病。"

现实中投资者是有限理性的

每个学过经济学的人都知道，经济学的基本假设是经济人

㊀ *Berkshire Hathaway Inc. annual meeting*, 1999.

㊁ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第120页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是完全理性的。每个学过金融学的人都知道，金融学基本假设是投资者是完全理性的。现代标准金融理论的核心——有效市场理论认为投资者是理性人，具有理性预期、风险回避、效用最大化三个特点，投资者的理性会保证市场的有效性，使价格与价值相符。投资者完全理性是市场有效的根本前提。

最近兴起的行为金融学则认为，有效市场假说对投资者完全理性的假设很难成立。实际上，投资者并不像理论模型中预测的那样理性，许多投资者具有某种情绪（sentiment），在进行投资决策时受到无关的信息影响。与理性假设不同，现实世界的人其实是有限理性（bounded rationality）的。投资者情绪与认知偏差的存在使投资无法做到理性预期、风险回避和预期效用最大化，其非理性行为将导致市场无效，使资产价格偏离其内在价值。

有限理性是1978年诺贝尔经济学奖得主H·A·西蒙的研究结论。根据西蒙的最新解释，有限理性（Bounded Rationality）一是指行为者具有理性意向，二是指其理性会受到实际智能的限制。简言之，个体的人由于自身的经验、阅历、知识水平、技能等等的限制，使人们作出决策（选择）时往往陷于一种并不完全理性的预期之中。人们的预期，只能根据自己已有的知识和信息作出，但个人的知识和信息是有限的，即人们的预期不可能做到无所不知、无所不能的完全理性。根据行为学的基本原理，某一行为，只要它给行为主体带来的效用超过了行为主体记忆中其他行为所带来的效用，该行为主体就会选择该项行为。或者，某一行为，只要它能够给行为主体带来与“预期”效果相比更“满意”的效果，它就可以成为理性选择的行为。例如，随着我练习网球的次数逐渐增加，我对每一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动作的"预期的效果"越能够熟练掌握，从而我击球的动作选择也越具有"最优"的性质。但我的选择似乎永远也无法达到最优，因为我始终处于"学习"的过程中，我的选择不断地精致化。由于"有限理性"可以通过学习过程而不断获得完善，它也被西蒙称为"过程理性"。

西蒙说："我们可以假定提供选择的对象不是一个固定的数集，可设想有一个产生各种方案的过程；也可以假定不知道结果的概率分布情况，而把这些情况的估计程序引进我们的分析中；或者寻找那些应付不确定性的策略，这种不确定性的假定我们不知其概率分布的情况；我们也可以不作效用函数最大化的假定，而只设想令人满意的策略。这些具有行为科学大脑的经济学家对主观效用全部最大化的偏离，是根据我们实际上对人们思想和选择过程的了解，特别是对人们发现各种方案，在确定和不确定的情况下对各种后果进行计算与比较时，所受到的认知能力的限制时表现出来的"。㊀

由此可见，具有"有限理性"的管理人，就是我们现实生活中所见到的人，它与"完全理性"经济人假设有两个根本性的区别：

第一，"经济人"同"真实世界"的所有事物打交道，而"管理人"只能同所感知的有限世界打交道；第二，"经济人"寻找最优决策，管理人只寻找满意决策。寻求最优除了其现实不可能性外，还可能给决策人加重计算负担（常常是负担不了的，或者是根本不必要的）。而一种有限理性理论不仅使得

㊀ （美）赫伯特·西蒙著：《管理行为：管理组织决策过程的研究》，北京经济出版社，1988 年，第 20～21 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算简单化而且能说明人们的选择行为中表现的不一贯现象。以找根针缝衣服为例，西蒙提出以有限理性的管理人代替完全理性的经济人，两者的差别在于：经济人企求找到最锋利的针，即寻求最优，从可以为他所用的一切备选方案当中，选择其中最优者。经济人的堂弟——管理人找到足可以缝衣服的针就满足了，即寻求满意，寻求一个令人满意的或足够好的行动程序[1]。

总之，"有限度的理性"和"令人满意的准则"这两个决策理论的基本命题纠正了传统的理性选择理论的偏激，拉近了理性选择的预设条件与现实生活的距离，是西蒙对经济学、管理学所作的最主要的贡献。

正如我们走路时并不需要对周围100公里的路况都了如指掌，只需要对三五步之内看个清楚就可以了，我们只需要了解有限的范围。我们也不需要对每一步的动作精确到毫米，只需要做到稳步向前就很满意了。在投资中也是如此，我们不可能也不需要对所有公司的所有信息都一清二楚，甚至也不需要对所选择的某一家公司的所有信息都一清二楚，我们只需要知道那些数量有限的、重要的、足够做出正确投资决策的信息就可以了。我们不可能也没有必要对公司的价值估计到分毫不差，只需要大致的正确就可以了。我们必须如此，也不得不如此，因为我们的能力是有限的，我们只能经常做到满意为止，却不可能时时做到最优的决策。

---

[1] （美）赫伯特·西蒙著：《管理行为：管理组织决策过程的研究》，北京经济出版社，1988年，第20～21页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的第一戒律：不涉足超出能力圈的投资决策

人们对巴菲特最大的指责是：巴菲特为什么错过了投资微软、思科等科技股这样巨大的投资升值机会。为此，让我们对巴菲特与盖茨进行一个有意思的比较：

巴菲特最成功的投资是对可口可乐、吉列、华盛顿邮报等传统行业中百年老店的长期投资，这些“巨无霸”企业的不断增长使巴菲特成为世界第二首富。与作为世界第二首富的巴菲特不同的是，他的好朋友世界首富比尔·盖茨最成功的投资是对他创建的公司微软的长期投资（无论从哪一方面来说他持有微软的股份都是一种投资行为）。正是微软这个新兴软件产业的“超级霸主”使比尔·盖茨成为世界首富。

那么巴菲特为什么不投资微软呢？同时比尔·盖茨为什么不投资可口可乐呢？答案是因为每个人都有自己的能力圈。如果巴菲特投资高科技产业，而比尔·盖茨投资传统产业，这两个在自己最擅长的能力圈外进行投资的人可能为全世界增加两个新的百万富翁，但绝不会是百亿富翁。

巴菲特承认他对分析科技公司并不在行。在1998年股市正处于对高科技尤其是网络公司股票的狂热中，在伯克希尔公司股东大会上，他被问及是否考虑过在未来的某个时候投资于科技公司。他回答说：“这也许很不幸，但答案是不。我很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，我也希望能通过投资于他们的公司股票而将这种崇拜转化为行动。但当分析微软和英特尔股票时，我不知道10年后这两家公司会是什么样子。我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为这个国家分析这类企业的专家，第100位、第1 000位、第10 000位专家都轮不上我。许多人都会分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析科技公司，但我不行”。㊀

巴菲特的这种观点得到查理·芒格的响应。他说：“我们没有涉足高科技企业，是因为我们缺乏涉及这个领域的能力。低价传统行业股票的优势在于我们很了解他们，而其他股票我们不了解，所以我们宁愿与那些我们了解的公司打交道。我们为什么要在那些我们没有优势而只有劣势的领域进行竞争游戏，而不在我们有明显优势的领域施展本领呢？”

“我们的原理如果应用到科技股票上，也会是有效的，但我们不知道该如何去做。如果我们损失了股东的钱，我们会在下一年挣回来，并向股东解释我们如何做到了这一点。我确信比尔·盖茨也在应用同样的原理。他理解科技企业的方式与我理解可口可乐与吉列的方式一样。我相信他也是在投资中寻找一个安全边际。我相信他衡量安全边际的方式就像他拥有整个企业而不仅仅是一些股票。所以我们的原理对于任何高科技企业都是有效的，只不过我们本身不是能够把原理应用到这些高科技企业的人而已。如果我们在自己画的能力圈里找不到能够做好的事，我们将会选择等待，而不是扩大我们的能力圈。”㊁

“我们再次说明，缺乏对科技的洞察力丝毫不会使我们感到沮丧。有许许多多行业我和查理并没有特别的投资能力。例如，每当评估专利、制造工艺、地区前景时，我们就一筹莫展。如果说我们具备某种优势的话，那么优势应该在于我们能够认识到什么时候我们是在能力圈之内得心应手，而什么时候我们已经接近于能力圈的边界而近乎手足无措。在快速变化的

㊀ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第119～120页。

㊁ Warren Buffett: Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产业中预测一个企业的长期经济前景远远超出了我们的能力圈边界。如果其他人声称拥有高科技产业中的公司经济前景预测技巧，我们既不会嫉妒也不会模仿他们。相反，我们只是固守于我们所能理解的行业。如果我们偏离这些行业，我们一定是不小心走神了，而绝不会是因为我们急躁不安而用幻想代替了理智。幸运的是，几乎可以百分之百地确定伯克希尔公司总是会有机会在我们已经画出的能力圈内做得很好。”㊀

在长期投资中，投资决策的核心是公司未来5到10年甚至更长时间内竞争优势和现金流的预测和分析，做出如此长期的预测分析需要投资人对该公司的业务及其所处的产业有非常深入的理解，除非对该公司从事业务的长期竞争优势的分析在投资人的能力圈内，否则他不可能得出任何有现实意义的结论，从而也无法做出任何理性的长期投资决策。

3.3.3 “在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧”

对待价格波动的正确的精神是所有成功的股票投资的试金石。

——格雷厄姆

行为金融理论对投资者的行为偏差形成市场的无效性进行了深入的研究，这从另一个侧面告诉我们如何正确地进行投资以在长期内战胜市场。对于有效市场假说的信徒来说，抛弃流行的现代资本市场理论的教条，接受更现实的行为金融学理

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论，采用巴菲特的长期价值投资策略是相当困难的。巴菲特在伯克希尔1983年报中引用了凯恩斯的名言："困难的是摆脱旧思想的束缚，而不是新思想的运用"。但是这是战胜市场的基本途径。

巴菲特认为战胜市场的根本途径在于利用市场的愚蠢：在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

"恐惧和贪婪这两种传染性极强的流行病的突然爆发，在投资世界永远会一再出现。这些流行病的发生时间却难以预料。由它们引起的市场价格与价值的严重偏离，无论是持续时间还是偏离程度也同样难以预测。因此我们永远不会试图去预测恐惧和贪婪任何一种情形的降临或离去。我们的目标是相当适度的：我们只是想在别人贪婪时恐惧，而在别人恐惧时贪婪。"[1]

总结我们前面关于市场的论述，结合巴菲特的经验，可以这样概括，长期投资者要战胜市场，就必须具备三个基本条件：

- 一比市场的眼光更长远：忽略市场的短期波动，专注于公司价值的长期增长。以所有者合伙人的态度进行长期投资，比市场更加正确地对股票估价，从而通过买入价格远低于其价值的股票赚取超额利润。
- 二是比市场的估值更正确：投资者战胜市场的前提是经常能够远比市场先生更加了解公司，并能够正确评估公司价值，正确的估值使投资者充分利用市场下跌

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1986.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的良机低价买入。

- 三是比市场的态度更理性：巴菲特一再强调投资者必须保持理性才能战胜经常理性的市场，投资是在避免自身的愚蠢的基础上，利用市场的愚蠢赚取超额投资利润。

比市场的眼光更长远

巴菲特认为，投资者要忽略市场的短期波动，专注于公司的长期发展，因为从长期来看，市场最终会反映公司的内在价值。

“我从不试图通过股市赚钱。我们购买股票是在假设它们次日关闭股市，或者在5年内不重开股市的基础上。”[㊀] “我们可以幸运地说，我们无意去了解公司股票价格的历史走势，而是尽心去寻找可以进一步了解公司业务的所有信息。因此，在我们买了股票之后，即使股市停盘上两三年，我们也不会因此寝食不安。对于我们在喜诗（See’s）和H·H·布朗公司所持有的100%的股份，我们不需要用每天的行情来打扰我们对于投资利润的幸福期盼。同样，为什么我们非得时刻知道我们在可口可乐公司的7%股票的市场行情呢。”[㊁]

“遵循格雷厄姆的教诲，查理和我让我们的可流通股票通过它们公司的经营成果——而不是它们每天的，甚至是每年的市场价格——来告诉我们投资是否成功。市场可能会在一段时

㊀ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第102页。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期内忽视公司的成功，但最终一定会用股价加以肯定。正如格雷厄姆所说：‘短期内市场是一台投票机；但在长期内它是一台称重机。’此外，只要公司的内在价值以令人满意的速度增长，那么公司的成功是迟是早被市场普遍认识到就并不那么重要。实际上，相对滞后的市场共识有可能是一种有利因素：它可能会给我们机会以便宜的价位买到更多的好股票。”㊀

巴菲特在伯克希尔 1996 年股东手册中希望伯克希尔公司的股东们将自己看作公司的长期所有者合伙人，这也正是他长期投资于可口可乐、吉列、华盛顿邮报、GEICO 等公司股票 10 多年甚至 30 年的基本态度，这种长期所有者合伙人的态度是投资者长期内战胜市场的基本前提。

“我们希望你将自己想像成为公司的所有者之一，对这家企业的股票你愿意无限期地持有，就像你与家庭中的其他成员合伙拥有一个农场或一套公寓那样。数据表明，大多数伯克希尔的股东们确实信奉这种长期合伙人的理念。即使我拥有的股票数量不在计算范围之内，伯克希尔股票的年换手率也仅是其他美国大型上市公司换手率的一个零头而已。实际上我们的股东对伯克希尔股票的投资行为，与伯克希尔本身对其所投资公司的行为极为相像。伯克希尔公司作为可口可乐公司和吉列公司股票的持有者，把自己当成这两家卓越公司的非经营性合伙人。我们用这两家公司的长期发展来衡量我们的投资成就，而不是其在股票市场上每个月的股价涨幅。事实上，即使这两家公司未来几年之内这些公司的股票在市场上根本没有交易，根

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本没有报价，我们也毫不在意。如果我们有坚定的长期投资期望，那么短期的价格波动对我们来说毫无意义，除非它们能够让我们有机会以更便宜的价格增持股份。”㊀

作为长期投资的所有者合伙人，其投资盈利主要来自于公司内在价值的增长，以及市场认识到这些公司股票的内在价值后对股价的修正。

“我们将继续持有我们的大多数主要股票，无论相对公司内在价值而言它们的市场定价过高还是过低。这种‘至死也不分开’的态度，再加上这些股票的价格已经达到高位，将意味着不能指望它们在将来能够还像过去那样快速推动伯克希尔公司的价值增加。也就是说，迄今为止，我们的业绩受益于双重力量的支持：（1）我们投资组合中的公司内在价值有出乎意料的增加；（2）在市场适当地‘修正’这些公司的股价时，相对于其他表现平平的公司提高了对他们的估值从而给了我们额外的奖赏。我们将继续受益于这些公司的价值增长，我们对他们的未来增长充满信心。但我们的‘市场修正’奖赏已经兑现，这意味着我们的投资业绩今后不得不仅仅依靠另外一种支持，即单纯依靠公司的价值增长。”㊁

比市场先生更了解公司并能正确估值

巴菲特认为战胜市场的前提是你远比市场先生更加了解你的公司并能够正确估价。“但是，就像舞会上的灰姑娘（Cin-

㊀ Warren E. Buffet: “An Owner's Manual” to Berkshire's to Berkshire's shareholders. June 1996.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

derella)，你必须留意以下警告，否则一切都会变回到南瓜和老鼠：市场先生在那儿只能服侍你，但不能指导你。你迟早会发现对你有用的是他的钱包，而不是他的智慧。如果某一天他表现得愚蠢至极，那么你既可以不理不睬他，也可以乘机利用。但如果你受了他的影响而犯下错误，那结果将会十分悲惨。实际上，如果你不能确定你远远比市场先生更加了解你的目标公司并能够正确评估公司价值，那么你还是不要参加股票投资游戏了。就像他们在扑克牌游戏中说的那样：如果你玩了30分钟后还不知道谁是笨蛋，那么你就是那个笨蛋。”[一]

投资者对公司股票的内在价值进行合理的评估，这就使他能够充分利用市场波动提供的机会进行低价买入。所以投资者应该更喜欢市场下跌，而不是市场上涨。

巴菲特的搭档查理·芒格在1990年威斯科财务公司（Wesco Financial Corporation）致股东的信中进一步描述了价值投资者面对市场涨跌的正确态度：

尽管我们在那次富国银行股票大跌前以市价买入了一些股票，我们还是非常欢迎股价进一步下跌，因为这使我们能以新出现的恐慌性抛盘的低价买入更多的股票。那些希望其一生中不断买入股票的投资者，应该对市场波动采取与我们相似的欢迎股价下跌的态度；相反，许多投资者不合逻辑地在股票价格上涨时得意洋洋，在下跌时却闷闷不乐。可是他们对食品价格波动的反应就从来不会出现这样的混乱：他们知道自己永远是食品的购买者，他们欢迎食品价格下跌，谴责价格上涨（只

[一] Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有食品的销售者才不会喜欢价格一直下跌）。与此类似，即使新闻纸价格下跌可能意味着我们经常保留的大量纸张库存的价值也会下跌，我们持有的《布法罗晚报》也会为新闻纸的价格下跌欢呼，因为我们知道自己的报纸永远需要不断购买新闻纸。完全相同的逻辑指导着我们伯克希尔的投资策略。只要我还活着（如果伯克希尔的董事参加我死后已经安排好日程的降神会，那么时间会更长），我们将一直要买入企业的全部权益，或企业的一部分权益，也就是股票。在这种情况下，股价下跌使我们受益，而股价上涨则使我们受损。

股价过低最常见的原因是悲观主义，有时对于整个市场，有时对于某一家公司或某一个行业。我们要在这样一种环境下进行投资，当然这并不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢悲观主义导致的低价。乐观主义才是理性投资者的真正敌人。但是，这不意味着在一家公司或一只股票不受欢迎时买进就是明智的投资，逆向投资策略如同随大流的策略一样愚蠢。投资中真正需要的是思考而不是参考。不幸的是，伯特兰·罗素（Bertrand Russell）对生活的观察结果在金融界也出奇的相似：“大部分人宁愿死也不愿思考。许多人的确如此。”

巴菲特在伯克希尔1986年年报中再次提醒投资者在牛市中投资要非常谨慎：“还有什么比参与一场牛市更令人振奋的，在牛市中公司股东得到的回报变得与公司本身缓慢增长的业绩完全脱节。然而，不幸的是，股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。实际上由于股票持有者频繁地买进卖出以及他们承担的投资管理成本，在很长一段时期内他们总体的投资回报必定低于他们所拥有的上市公司的业绩。如果美国公司总体上实现约12%的年净资产收益，那么投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学定律黯淡无光，但却不能废除它们”。

比市场更理性

巴菲特认为一个投资者不只是要具备良好的公司分析能力，同时还要具备适当的性格，使自己避免受到市场中肆虐的极易传染的情绪影响，才有可能取得成功。

巴菲特1973年在格雷厄姆《聪明的投资人》第4版的前言中写道：“成功地投资生涯不需要天才般的智商、非比寻常的经济眼光、或是内幕消息，所需要的只是在做出投资决策时的正确思考模式，以及有能力避免情绪破坏理性的思考，本书明确而清晰地描述了正确的投资决策思考模式，你必须将情绪纳入纪律之中。如果你遵从格雷厄姆所倡导的投资原则，尤其是第八章与第二十章宝贵的建议，你的投资将不会出现拙劣的结果（这是一项远超过你想像范围的成就），你的投资业绩将取决于你倾注于投资中的努力与智识，以及在你的投资生涯中股票市场所展现的愚蠢程度。市场的表现越是愚蠢，善于捕捉机会的投资者胜率就越大。如果遵循格雷厄姆的话去做，你就能够从别人的愚蠢行为中受益，否则你自己也会干出蠢事而让别人受益”。

“出于某些原因，人们是从价格而不是从价值那里寻找其投资启示的。当你开始做一些你并不理解的事，或者只是因为上周什么投资方式对其他人有效时，这些投资启示就毫无用途了。世界上购买一只股票的最愚蠢的动机是：它的股价在上升。”[1]

---

[1] L. J. Davis: “Buffett Talks Stock,” The NY Times Magazine, April 1, 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种“安全边际”原则——本·格雷厄姆尤其强调这一点——是成功的基石。

——巴菲特

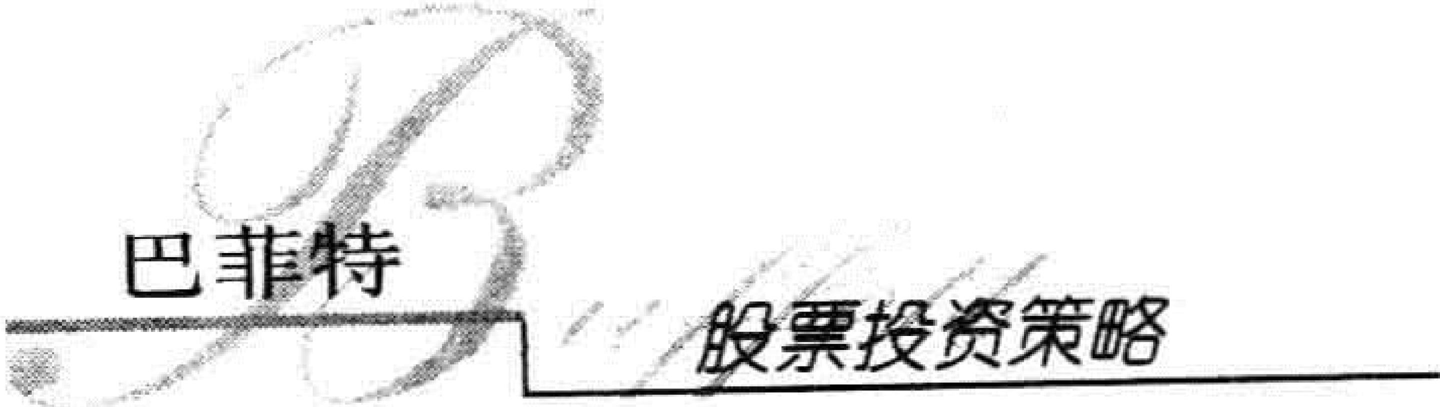
第4章

买价原则：安全边际

我大胆地将成功投资的秘密精炼成四个字的座右铭：安全边际。

——格雷厄姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴菲特在伯克希尔 1992 年年报中指出安全边际原则是成功投资的基石："……我们强调在我们的买入价格上留有安全边际。如果我们计算出一只普通股的价值仅仅略高于它的价格，那么我们不会对买入产生兴趣。我们相信这种'安全边际'原则——本·格雷厄姆尤其强调这一点——是成功的基石"。

巴菲特之所以强调安全边际原则的原因是：一方面，投资者在买入价格上留有足够的安全边际，可以大大降低因预测失误引起的投资风险，即使投资人在预测上有一定程度的错误，也能在长期内确保投资本金的安全。另一方面，投资者在买入价格上留有足够的安全边际，在预测基本正确的情况，可以降低买入成本，从而保证合理且稳定的投资回报。巴菲特等价值投资大师几十年以来以很大优势持续战胜市场的稳定业绩，以及许多学术研究都表明，基于安全边际的价值投资能够取得稳定的投资利润。

应用安全边际，必须要有足够耐心，耐心等待机会的来临，这种机会来自于公司出现暂时问题或市场暂时过度低迷导致优秀公司的股票被过度低估时。巴菲特正是在市场对公司股票错误地低估而恐慌性抛出时，大量低价买入优秀公司股票并长期持有从而获得巨大的投资利润。

4.1 安全边际是投资安全的保证

价格是你所付出的，价值是你所得到的。

——巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆告诉他最喜爱的学生巴菲特两个最重要的投资规则：

第一条规则：永远不要亏损；

第二条规则：永远不要忘记第一条。

那么在实际投资操作中如何应用以上两条规则呢？格雷厄姆自己给出的答案是："我大胆地将成功投资的秘密精炼成四个字的座右铭：安全边际"。巴菲特始终遵循导师的教诲，坚持"安全边际"原则是成功投资的基石。这正是巴菲特永不亏损的投资秘诀。

4.1.1 安全边际

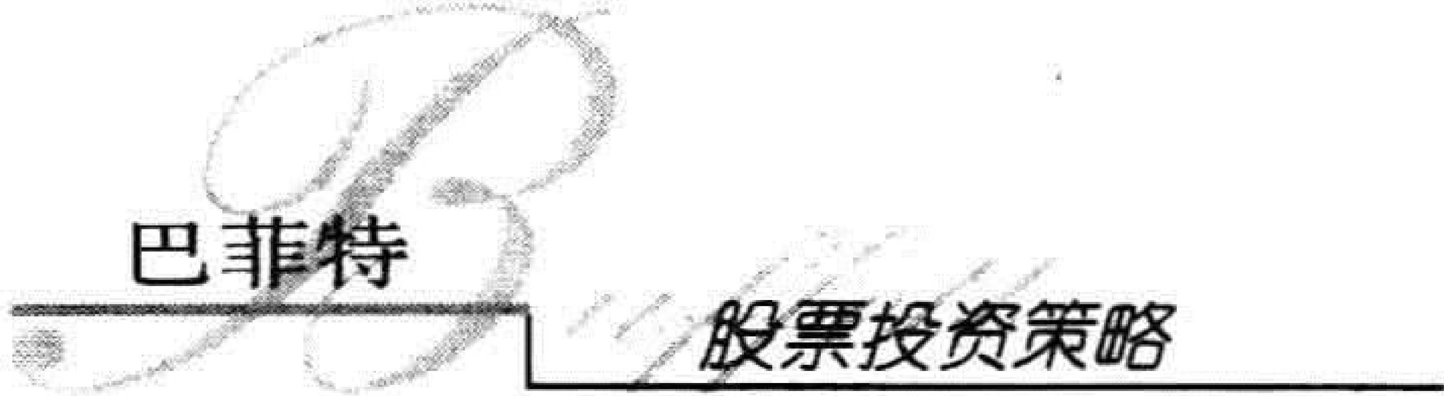
现代证券分析创始人、巴菲特最尊敬的导师格雷厄姆认为，"安全边际"是价值投资的核心。尽管公司股票的市场价格涨落不定，但许多公司具有相对稳定的内在价值。训练有素且勤勉的投资者能够精确合理地衡量这一内在价值。股票的内在价值与当前交易价格通常是不相等的。基于安全边际的价值投资策略是指投资者通过公司的内在价值的估算，比较其内在价值与公司股票价格之间的差价，当两者之间的差价（即安全边际）达到某一程度时就可选择该公司股票进行投资。

"为了真正的投资，必须有一个真正的安全边际，并且，真正的安全边际可以由数据、有说服力的推理和很多实际经验得到证明"。[一]

"在正常条件下，为投资而购买的一般普通股，其安全边际

[一] （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第314页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



即其大大超出现行债券利率的预期获利能力”。[一]“在一个10年的周期中，股票盈利率超过债券利率的典型超额量可能达到所付价格的50%。这个数据足以提供一个非常实际的安全边际——其在合适的条件下将会避免损失或使损失达到最小。如果在20种或更多种股票中都存在如此的安全边际，那么在完全正常的条件下，获得理想结果的可能性是很大的，这就是投资于普通股的典型策略，并且不需要对成功概率做出高质量的洞察和预测”。[二]

格雷厄姆指出“股市问题特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其被忽视且朝投资者所期望的价值相反方向运行相当长时间以检验他的坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性投资者确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴含着机会和最终利润”。[三]格雷厄姆告诫投资者，“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌后，提供给投资者低价买入的机会；当价格大幅上涨后，提供给投资者高价卖出的机会”。[四]格雷厄姆指出：“……测试其证券价格过低还是过高的最基本的方法是，拿其价格和其所属企业整体的价值进行比较”。[五]

巴菲特认为安全边际是投资中最重要的概念“在《聪明的投资人》最后一章中，本·格雷厄姆强烈反对所谓的匕首

[一][二] （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第309页。

[三][五] （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第51页。

[四] （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第55页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论[一]：‘面对把正确投资的秘密浓缩为三个单词的挑战，我斗胆地提出一个座右铭：安全边际。’我读过这句话已经42年了，至今我仍然认为安全边际非常正确。投资人忽视了这个非常简单的投资座右铭，从而导致他们从90年代开始遭受重大损失。”[二]“我认为，格雷厄姆有三个基本的思想，这足以作为你投资智慧的根本。我无法设想除了这些思想观点之外，还会有什么思想能够帮助你进行良好的股票投资。这些思想没有一个是复杂的，也没有一个需要数学才能或者类似的东西。格雷厄姆说你应当把股票看作是公司的许多细小的组成部分。要把市场波动看作你的朋友而不是敌人，投资盈利有时来自对朋友的愚忠而非跟随市场的波动。而且，在《聪明的投资人》的最后一章中，格雷厄姆说出了关于投资的最为重要的词汇：‘安全边际’。我认为，格雷厄姆的这些思想，从现在起直到一百年之后，将会永远成为理性投资的基石”。[三]

“用贴现现金流公式计算出的最便宜的股票是投资者应该买入的股票，无论公司是否在增长，无论公司的盈利是波动还是平稳，或者无论市盈率和股价与每股账面价值的比率是高是低”。[四]

“当然即便是对于最好的公司，你也不能买价过高。买价过高的风险经常会出现，而且我认为实际上现在对于所有股票，包括那些竞争优势未来必定长期持续的公司股票，这种买

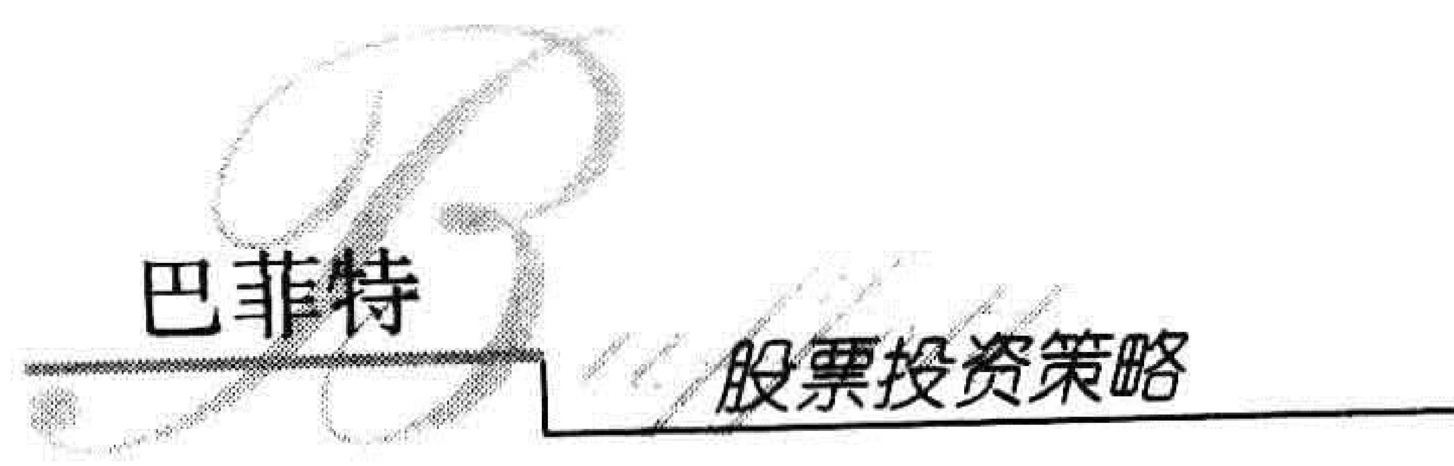
㊀ 匕首理论的观点是，巨大的债务将促使管理层更加用心经营，就好像一把放在汽车方向盘上的匕首逼迫司机小心驾驶。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1990.

㊂ Warren Buffett: Lecture at Society of Security Analysts, December 6, 1994.

㊃ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价过高的风险已经相当大了。投资者需要清醒地认识到，在一个过热的市场中买入股票，即便是一家特别优秀的公司股票，他可能也要等待一段更长的时间后，公司所能实现的价值才能增长到与投资者支付的股价相当的水平。”㊀

4.1.2 安全边际与投资风险

正如巴菲特的导师格雷厄姆所说：“安全边际概念可以被用来作为试金石，以助于区别投资操作与投机操作”。

格雷厄姆和巴菲特之所以非常强调安全边际原则，之所以要求一定的安全边际，其根本原因是影响股票市场价格和公司经营的因素非常复杂，相对来说人的预测能力是非常有限的，很容易出现预测失误。

- 股价波动是难以准确预测的，尽管股价长期来说具有向价值回归的趋势，但如何回归、何时回归是不确定的。
- 公司价值是难以准确预测的，同时受到公司内部因素、行业因素、宏观因素的影响，但这些因素本身是变化和不确定的，对公司价值的影响更是不确定的。

安全边际是对投资者自身能力的有限性、股票市场波动巨大的不确定性、公司发展的不确定性的一种预防和保险。有了较大的安全边际，即使我们对公司价值的评估有一定的误差、市场价格在较长的时期内仍低于价值、公司发展受到暂时的挫折，都不会妨碍我们投资资本的安全性以及保证我们取得最低

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程度的满意报酬率。

华尔街从来没有人能够准确预测股价波动

格雷厄姆在去世前几个月接受采访时指出："如果说我在华尔街60多年的经验中发现过什么的话，那就是从来没有人能够成功地预测股市变化"。[一]

安全边际是对股票市场波动巨大的不确定性和不可预测性的一种预防和保险。有了较大的安全边际，即使市场价格在较长的时期内仍低于价值，我们仍可通过公司净利润和股东权益的增长，来保证我们投资资本的安全性以及取得满意的报酬率。如果公司股票市场价格进一步下跌，我们反而能够以更大的安全边际买入公司更多的股票。在前一章巴菲特的市场原则中我们知道市场从长期来说是一台称重机，最终会回归于股票的内在价值。正如巴菲特所说："未来永远是不确定的。在大家普遍看好时，你只能花高价从市场买入股票。所以，不确定性反而实际上是长期价值者的朋友"。

关于股市不可预测的研究成果汗牛充栋，尤其是从任何时期基金公司持有的现金量可清楚地看出，共同基金管理者也根本不能准确地预测市场。Goldman Sachs 对共同基金 1970～1980 年间现金持有量的一项研究表明，基金管理者未能预测到在此期间股市的9次重大转折点。Willam A. Sherden 继续对 1984～1995 年期间的数据进行的研究表明，1984、1985、1986、1992、1993、1994 年基金管理预期市场将下跌，增加

[一] （美）珍尼特·洛尔著：《格雷厄姆论价值投资》，海南出版社 1999 年，第 275 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金持有量，但市场却稳步上升。也没有任何迹象表明他们预测到了 1987 年 10 月的股市崩盘。㊀

德瑞曼关于美国股市 1973～1996 年的研究包括了五个牛市和四个熊市，在这 24 年间股票分析师的总体平均预测失误率为 44.3%，在牛市预测失误率是 44.9%，在熊市是 47.4%。在牛市的正失误率分别是 23.2% 和 25.5%，负失误率分别是 79.1% 和 77.4%。研究表明，无论是牛市还是熊市，股市预测专家的失误率是相近的，股市涨跌对预测失误率没有太大的影响。同时研究表明，无论是牛市还是熊市，预测专家都有过于乐观的倾向。㊁过于乐观的收益预测，会使投资者过分高估公司价值，高价买入而降低投资收益率甚至形成亏损。

德瑞曼和爱瑞克的研究发现，1982 年～1997 年间，股市预测专家对标准普尔指数增长的估计与实际竟相差 188%，实际年增长率是 7.1%，而预测年增长率是 21.9%，他们的乐观实在有些过分。㊂

分析师之所以总是做出乐观的预测，根本原因是为了使投资者更多地买入或防止其大量抛售以提高股票交易量，这样他自己就能从他就职的证券经纪公司获取更多的工资和资金。正如巴菲特在伯克希尔公司 1980 年报中所说："我们深信对股票或债券市场价格的短期预测没有任何效用，这些预测能够告诉你许多预测者本人的情况，但却根本不能告诉你任何有关市场未来的情况"。

㊀ （美）Willam A. Sherden 著：《预测业神话》，人民邮电出版社，2002 年 8 月，第 93 页。

㊁㊂ （美）戴维·德瑞曼著：《逆向投资策略》，海天出版社，2001 年，第 39～40 页，第 41 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际表现，发现预测专家们的真实业绩却令人吃惊的拙劣："真正的英雄少之又少，在研究期间股市平均上涨14.1%，而明星推荐的股票，总体上涨9.1%，比市场平均水平还低34%。在推荐的134种股票中，只有42种，接近1/3，上涨幅度超过标准普尔500指数的平均水平。……在激烈竞争的股市中，明星似乎无能为力。……他们在不该大胆时大胆，在不该小心时小心，显得非常可笑，股市仿佛与他们的预测反其道而行"。[㊀]

德瑞曼：1973～1991年18年间分析师收益预测平均错误达44%

德瑞曼与M·贝利在1995年5～6月份的《金融分析学报》上发表了一篇文章，研究了1973～1991年间分析师收益预测准确性。该文评估每一季度的收益预测一般用前3个月的数据，分析家可以在该季度前两个星期修订。研究样本公司包括纽约证券交易所、纳斯达克和美国证券交易所的主要股票1 000只。结果发现分析家们的收益预测与实际收益一直相差很大，平均错误达44%！尽管70年代后信息技术有了飞跃发展，分析师的预测水平反而更差了。在研究期间的最近8年，平均失误率达50%，有两年达到57%、65%。[㊁]这种巨大的预测失误率将导致投资者对公司的价值判断产生很大错误，从而导致对股价产生不合理预期，一旦公司收益公布与预测相差很大，股价必定大跌，使投资人遭受较大亏损。

事实证明，公司收益是很难预测的，股票分析师的收益预

㊀ （美）戴维·德瑞曼著：《逆向投资策略》，海天出版社，2001年2月，第36页。

㊁ （美）戴维·德瑞曼著：《逆向投资策略》，海天出版社，2001年，第36～37页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测往往很不准确。为了防止公司收益预测的错误造成价值评估太大的误差，价值投资人在确定买入价格时需要相当大的安全边际，以确保在相当小的风险程度下取得满意的投资收益率。

4.2 安全边际是投资盈利的保证

投资者在买入价格上留有足够的安全边际，不仅能降低因为预测失误引起的投资风险，而且在预测基本正确的情况，可以降低买入成本，在保证本金安全的前提下获取稳定的投资回报。

巴菲特指出，根据安全边际进行价值投资的投资报酬与风险不成正比而成反比，风险越低往往报酬越高。简而言之，根据安全边际进行的价值投资，风险更低，收益却更高。

“在价值投资中，风险与报酬不成正比而是成反比。如果你以 60 美分买进 1 美元的纸币，其风险大于以 40 美分买进 1 美元的纸币，但后者报酬的期望值却比较高，以价值为导向的投资组合，其报酬的潜力越高，风险却越低。我可以举一个简单的例子。在 1973 年，华盛顿邮报公司的总市值为 8 000 万美元，在这一天，你可以将其资产卖给十位买家之中的任何一个，而且价格不低于 4 亿美元，甚至还会更高，该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及几家重要的电视台，这些资产目前的价值为 20 亿美元，因此愿意支付 4 亿美元的买家并非疯子。现在如果股价继续下跌，该企业的市值从 8 000 万美元跌到 4 000万美元，其 Beta 值会相应上升。对于用 Beta 值衡量风险的人来说，更低的价格意味着更大的风险，这真是仙境中的爱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莉丝一般的人间神话。我永远无法了解为什么用4 000 万美元会比用8 000 万美元购买价值4 亿美元的资产风险更高。事实上，如果你能够买进好几只价值严重低估的股票，而且你精通于公司价值，那么以8 000 万美元买入价值4 亿美元的资产，尤其是分别以800 万美元的价格买进10 种价值4 000 万美元的资产，基本上毫无风险。因为你无法直接管理4 亿美元的资产，所以你希望能够确定找到诚实而有能力的管理者，这并不困难。同时你必须具有相应的知识，使你能够大致准确地评估企业的内在价值。但是你不需要很精确的评估数值。这就是格雷厄姆所说的拥有一个安全边际。你不必试图以8 000 万美元的价格购买价值8 300 万美元的企业，你必须让自己拥有很大的安全边际。铺设桥梁时，你坚持可承受载重量为3 万磅，但你只准许载重1 万磅的卡车通过。相同的原则也适用于投资领域”。㊀

目前已经有许多学术研究支持巴菲特关于基于安全边际的价值投资风险更低却收益更高的结论。这些实证研究根据一些财务指标与股票价格的比率分析（价格与收益比，价格与账面值比、价格与现金流量比等）表明，投资于低市盈率、低股价股利收入比率、低股价现金流比率股票，能够取得超额投资利润。这些指标尽管并不能直接表示安全边际的大小，但可以间接证明比率较低的公司股票相对于比率较高的公司股票可能被低估，因此相对而言具有较大的安全边际。这些研究结论对于投资者采用安全边际投资策略提供了更多的依据。

㊀ *Buffett*, *Warren E.*, 1984, "*The Super-investors of Graham-and-Doddsville*" in Hermes, the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4 ~ 15.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下我们以 Josef Lakonishok，Robert W. Vishny 和 Andrei Shleifer 在 1993 年进行的最经典的实证研究进行说明。

Josef Lakonishok，Robert W. Vishny 和 Andrei Shleifer (1993)㊀关于市盈率对投资收益率的影响做了研究。他们对 NYSE 所有上市公司股票根据 PE 进行排序，并等分为 10 组。在 1968 年 4 月 30 日最初形成投资组合，新的投资组合在次年 4 月 30 日形成，如此循环直到 1990 年。投资组合持有 5 年，分别计算年收益率、5 年年平均收益率、平均 5 年累积收益率。其研究结果如下表：

表 4-1 NYSE 和 AMSE 所有上市公司投资收益率与市盈率的关系

（1968 年 4 月～1990 年 4 月）

组合形成	市盈率分组									
	高市盈率									低市盈率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
第 1 年	12.3%	12.5%	14.0%	13.0%	13.5%	15.6%	17.0%	18.0%	19.3%	16.2%
第 2 年	10.1	11.3	12.4	14.3	16.7	16.4	18.0	18.5	18.3	17.4
第 3 年	11.8	13.8	15.7	17.1	17.1	19.1	19.8	18.8	18.8	19.5
第 4 年	11.1	12.4	14.5	15.1	15.7	15.9	19.8	19.9	20.5	21.4
第 5 年	11.9	12.9	15.1	16.7	17.1	16.8	19.6	20.1	21.1	20.7
5 年年平均收益率	11.4	12.6	14.3	15.2	16.0	16.7	18.8	19.1	19.6	19.0
5 年累积总收益率	71.7	80.8	95.3	103.1	110.2	116.8	137.0	139.3	144.6	138.8

资料来源：Josef Lakonishok，Robert W. Vishny，Andrei Shleifer：Contrarian Investment，Extrapolation and Risk，Working Paper No. 4360，National Bureau of Economic Research，May 1993

㊀ Josef Lakonishok，Robert W. Vishny，Andrei Shleifer：*Contrarian Investment，Extrapolation and Risk*，Working Paper No. 4360，National Bureau of Economic Research，May 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Josef Lakonishok, Robert W. Vishny 和 Andrei Shleifer (1993) 就股价现金流比率对投资收益率的影响做了研究。他们对纽约证券交易所和美国证券交易所所有上市公司股票根据股价现金流比率进行排序，并等分为 10 组。在 1968 年 4 月 30 日最初形成投资组合，新的投资组合在次年 4 月 30 日形成，如此循环直到 1990 年。投资组合持有 5 年，分别计算年收益率、5 年年平均收益率、平均 5 年累积收益率。研究结果如下表：

表 4-2 1968 年 4 月～1990 年 4 月所有 NYSE 和 AMSE 上市公司股价现金流比率与投资收益率的关系

组合形成后持有年限	股价现金流比率分组									
	高股价现金流比率									低股价现金流比率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
第 1 年	8.4%	12.4%	14.0%	14.0%	15.3%	14.8%	15.7%	17.8%	18.3%	18.3%
第 2 年	6.7	10.8	12.6	15.3	15.6	17.0	17.7	18.0	18.3	19.0
第 3 年	9.6	13.3	15.3	17.2	17.0	19.1	19.1	20.2	19.3	20.4
第 4 年	9.8	11.1	14.6	15.9	16.6	17.2	18.2	19.2	22.3	21.8
第 5 年	10.8	13.4	16.1	16.2	18.7	17.7	19.1	20.9	21.2	20.8
5 年年平均收益率	9.1	12.2	14.5	15.7	16.6	17.1	18.0	19.2	19.9	20.1
5 年累积总收益	54.3	77.9	96.9	107.4	115.8	120.6	128.3	140.6	147.6	149.4

资料来源：Josef Lakonishok, Robert W. Vishny, Andrei Shleifer: Contrarian Investment, Extrapolation and Risk, Working Paper No. 4360, National Bureau of Economic Research, May 1993

他们还用股价现金流比率最低的两组股票投资收益率减去股价现金流比率最高两组的投资收益率，检验了低股价现金流比率股票相对于高股价现金流比率股票的超额收益率的持续性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-3　1968～1990 年低股价现金流公司相对于高股价现金流公司持有 1 年、3 年、5 年的超额投资收益率

组合形成年份	持有期限		
	1 年好（坏）	2 年好（坏）	3 年好（坏）
1968	2.2%	28.7%	47.4%
1969	12.3	19.5	41.0
1970	13.5	24.6	42.8
1971	(7.8)	23.1	47.8
1972	15.5	31.9	69.3
1973	2.1	38.2	84.6
1974	(0.7)	49.6	134.3
1975	26.2	81.6	131.0
1976	17.4	67.3	146.8
1977	19.3	24.7	76.4
1978	4.8	(10.6)	27.2
1979	(16.8)	(10.2)	27.4
1980	3.9	74.6	122.5
1981	20.3	65.0	158.4
1982	(3.2)	33.8	125.3
1983	20.4	33.2	85.1
1984	19.2	55.2	88.8
1985	1.4	32.2	57.6
1986	10.8	33.9	
1987	9.3	17.0	
1988	9.2		
1989	(6.3)		

资料来源：Josef Lakonishok, Robert W. Vishny, Andrei Shleifer: Contrarian Investment, Extrapolation and Risk, Working Paper No. 4360, National Bureau of Economic Research, May 1993

研究表明，持有 1 年期限时，低股价现金流比率股票在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

22 年中的 17 年里战胜高股价现金流比率股票，持有 3 年期限时低股价现金流比率股票在 20 年中的 18 年内战胜高股价现金流比率股票，持有 5 年期限时低股价现金流比率股票在所有年份都战胜高股价现金流比率股票。

为了检验低股价现金流比率股票战胜高股价现金流比率股票是否由于风险更高，Lakonishok、Vishny 和 Shleifer 计算了不同股价现金流比率股票在股市好坏月份的月度投资收益率。研究结果如下表：

表 4-4 在 1968 年 4 月 30 日～1990 年 4 月 30 日最坏和最好的股市月份平均月投资收益率与股价现金流比率的关系

时间	股价现金流比率									
	最高股价现金									最低股价现金流比率
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
股票市场最坏的 25 个月	11.8%	11.1%	10.6%	10.3%	9.7%	9.5%	9.0%	8.7%	8.8%	9.8%
股市下跌后最坏的 88 个月	3.0	2.8	2.7	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	1.6	2.0
股票市场最好的 25 个月	12.1	12.5	12.2	11.9	11.6	10.9	11.2	11.5	11.9	13.6
股市上升后最好的 122 个月	3.7	3.9	4.0	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.8

资料来源：Josef Lakonishok, Robert W. Vishny, Andrei Shleifer: Contrarian Investment, Extrapolation and Risk, Working Paper No. 4360, National Bureau of Economic Research, May 1993

研究表明，在股市最坏的 25 个月以及股市下跌后最坏的 88 个月，低股价现金流比率股票战胜高股价现金流比率股票。在股票市场最好的 25 个月，低股价现金流比率股票战胜高股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价现金流比率股票，在股市上升后最好的122个月内二者收益率相近。他们总结：总体来说，价值型股票（低股价现金流比率股票）在所有情况下都战胜成长型股票（高股价现金流比率股票），在股市下降的月份比上升的月份表现更好。实证研究表明，价值型股票并没有给投资者带来更多的下跌风险。

所有关于安全边际的基于统计检验的实证研究表明，在短期的几个月内或者几年内投资收益率是变化无常的，但对于统计检验所要求的非常长的历史时期内，确实存在一些反复发生的、而且是相互联系的投资成功模式。这些实证研究确定地告诉我们，重复投资于大量这些相对而言内在价值被市场更加低估的廉价股票组合，经过长期的积累，可以形成超额投资利润。认识并理解这些成功的投资模式，将使我们对格雷厄姆和巴菲特的安全边际原则拥有更多的信心，在任何时刻都会有更大的耐心和毅力来坚持安全边际这一投资的最基本原则。

4.3 寻找安全边际的投资机会

> 我们已经从本·格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入它的股票。
>
> ——巴菲特

应用安全边际原则，必须要有足够耐心，耐心等待机会的来临，这种机会来自于公司出现暂时问题或市场暂时过度低迷导致优秀公司的股票被过度低估时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国棒球超级巨星泰德·威廉姆斯以其超人的击球成功率而荣登棒球名人堂，他将其成功秘诀归结为“只击打那些在幸运区里的好球”。巴菲特将投资成功的秘诀归结为“只投资于那些股价在幸运区内的股票”：

“我们今后仍然坚持使我们发展到如今庞大的规模的成功策略，并且毫不放松我们的投资选择标准。泰德·威廉姆斯在他的传记《我的生活故事》（The Story of My Life）中解释了自己击球成功率非常高的原因：‘我的观点是，要成为一名优秀的击球手，你必须等到一个好球才去击打。这是本书中的第一原则。如果我总是打那些在我的幸运区（Happy Zone）[㊀]以外的球的话，那么我根本不可能拥有使我进入棒球名人堂0.344的超级击球率，我很可能只有一般球员那样0.250的击球率。’查理和我赞同这种观点，而且将尽量等待那些正好落入我们的‘幸运区’的投资机会。”[㊁]

巴菲特说：“投资是世界上最美好的职业，因为你永远不会被强迫挥棒击球。你可以站在垒边，投手可能在正前方掷来一球；通用汽车公司，47！美国钢铁，39！没有人会喊叫着让你击打。对你来说不击打没有任何惩罚，最大的损失无非是错过一次机会。整整一天你等待着你想要的投球，当接球手打盹时，你跳起来，猛地一下击中了。[㊂]

很多人会问没有机会怎么办？没有办法，只有等待，而不

㊀ 最佳的击球手只击打那些落入好球区（Strike Zone）的球，或是击打那些他们很可能击中的落入幸运区的球。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1994.

㊂ “Warren Buffett Talks Business,” The University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是没有机会也去胡乱投资。这时什么也不做是最明智的事。巴菲特说："你必须等机会来临时才行动。在生活中我既有过灵感源源不断之时，也有百思而无一得之日。如果我下周有了好主意，我会做一些事。如果没有，我才不会做什么见鬼的事"。[㊀]

巴菲特在大规模投资迪斯尼公司之前，关注了30年。巴菲特在1998年以每盎司5美元的价格购买了1.29亿盎司的白银。巴菲特解释说，他已经对白银市场关注了30年，目前白银的价格达到了650年来的最低点。巴菲特在80年代买入可口可乐之前，已经关注了可口可乐52年，才等到可口可乐价格下跌形成足够的安全边际，他终于抓住了这绝好的投资机遇。

巴菲特在1989年大笔买入可口可乐股票后，在1989年年报中兴致勃勃地回顾了自己52年来持续长期关注可口可乐的过程："我记得我大概是在1935年或1936年第一次喝了可口可乐。不过可以确定的是，我从1936年开始以25分钱6瓶的价格从巴菲特父子杂货店成批购买可口可乐，然后再以每瓶5美分零卖给周围的邻居们。在我跑来跑去进行这种高利润零售业务的过程中，我很自然地就观察到可口可乐对消费者的非同寻常的吸引力及其中蕴藏的巨大商机。在随后的52年里，当可口可乐席卷全世界的同时，我继续观察到可口可乐的这些非凡之处。……直到1988年夏天，我的大脑才和我的眼睛建立了联系。一时之间，我对可口可乐的感觉变得既清楚又非常着迷。"[㊁]

㊀ Strauss, Gary. Buffett's a Buddy to Targeted Firms. USA TODAY. McLean, Va.: Aug 9, 1989. pg. B2.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么什么时候是应用安全边际原则进行投资的大好机会呢？

- 在优秀的公司被暂时的巨大问题所困而导致其股票被市场过度低估时。
- 在市场过度下跌而导致许多公司的股票被过度低估时。

4.3.1 抓住个股的安全边际机会

足够的安全边际往往出现在具有持续竞争优势的企业出现暂时性的重大问题时。尽管这些问题非常严重，但属于暂时性质，对公司长期的竞争优势和盈利能力没有根本性的影响。如果市场在企业出现问题后，发生恐慌，大量抛售股票导致股价大幅下跌，使公司股票被严重低估，这时将为价值投资人带来足够的安全边际和巨大的盈利机会。随着企业解决问题后恢复正常经营，市场重新认识到其长期盈利能力丝毫无损，股价将大幅回升。企业稳定的持续竞争优势和长期盈利能力是保障投资本金的安全性和盈利性的根本原因所在。

格雷厄姆首先注意到投资于被低估的大公司相对于同样被低估的小公司会有更大的投资收益："如果我们承认由于普通股显示了优良的成长性和迷人之处，过高估价成长股是市场的一贯作风，那么逻辑上因为一时发展活力不太令人满意而使公司失宠于投资者，至少相对而言市场对该股票估值过低也是预料之中的。这也许是股票市场中存在的一个基本规律，它提示了一种可以证明是最保守和最有希望的投资途径。进攻型投资者最关键的是要全神贯注于那些正经历不太引人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意时期的大公司。当小公司被过度低估时，并且在许多情况下，即使以后它们的收益和股价增长，它们也会有最终丧失盈利能力的风险，以及不管收益是否好转都会被市场长期忽略的风险。大公司相比之下有着双重的优势：每一，它们有资本资源和智力资源帮助它们渡过难关，恢复到令人满意的正常收益；第二，市场对它们任何好转的表现往往会有相当敏感的反应”。[一]

巴菲特能够慎思明辨，分清何者为真，何者只是表面上看起来为真，巴菲特将这个特殊的分辨力运用于股市，专门购买不受欢迎的好公司股票。巴菲特喜欢在一个好公司因受到怀疑、恐惧或误解干扰而使股价暂挫时进场投资。“巨大的投资机会来自于优秀的公司被不寻常的环境所困，这时会导致这些公司的股票被错误地低估”。[二]

在1997年威斯克公司年度大会上，芒格说：“一个优秀企业的卓越之处，就在于它能够经受得起某种挫折或损失的考验。……如果它经受不住这种考验，它就不是一个值得挖掘的金矿”。[三]

巴菲特正是利用市场对公司股票错误地低估从而恐慌性抛出之机，大量低价买入优秀公司股票并长期持有，从而获得巨大的投资利润。其中两个著名案例是巴菲特在市场恐慌之际低价买入美国运通、富国银行的股票。

㊀ （美）格雷厄姆著：《格雷厄姆投资指南》，江苏人民出版社，2001年，第138页。

㊁ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第115页。

㊂ （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第916页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国运通

美国运通绝对是一个符合时代潮流的公司。《时代周刊》宣告“无现金的社会”已经到来，一场信用卡取代现金的流通革命即将开始，而美国运通正是这场革命的导航灯。到了1963年，有1 000万公众持有美国运通卡，该公司成千上万美元的票据在流通，像货币一样被人毫不迟疑地接受。

但是公司后来遇到了大麻烦。美国运通在新泽西巴约纳的一家仓库在一场非常普通的日常交易中，接收了由当时规模庞大的联合原油精炼公司提供的一批据称是色拉油的罐装货物，仓库给联合公司开出了收据作为这批所谓的色拉油的凭证，联合公司用此收据作为抵押来取得贷款。

后来，联合公司宣告破产了。1963年11月，美国运通发现油罐中只装有少量的色拉油，大部分是海水。美国运通的仓库蒙受了巨大的欺骗，其损失估计达1.5亿美元。

美国运通总裁霍华德·克拉克决定承担下这批债务，这意味着，母公司将面对各种索赔，而且将包括没有法律依据的索赔，潜在的损失是巨大的。实际上，他说，公司已经“资不抵债”。

巴菲特专门走访了奥马哈罗斯的牛排屋、银行和旅行社、超级市场和药店，发现人们仍旧用美国运通的旅行者支票来做日常的生意。他根据调查得出的结论与当时公众的普通观点大相径庭：美国运通并没有走下坡路，美国运通的商标仍是世界上畅行标志之一。

巴菲特认识到美国运通这个名字的特许权价值。特许权意味着独占市场的权力。在全国范围内，它拥有旅行者支票市场80%的份额，还在付费卡上占有主要的市场份额。巴菲特认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为，没有任何东西动摇过美国运通的市场优势地位，也不可能有什么能动摇它。而股票市场对这个公司股票的估价却是基于这样一个观点，即它的顾客已经抛弃了它。华尔街的证券商一窝蜂地疯狂抛售。1963 年 11 月 22 日，公司的股票从消息传出以前的 60 美元/股跌到了 56.5 美元/股，到 1964 年初，股价跌至每股 35 美元。

巴菲特决定大笔买入。1964 年他将巴菲特合伙公司 40% 的资产、约 1 300 万美元买入美国运通公司 5% 的股票。在接下来两年的时间里美国运通的股价上涨了 3 倍。在 5 年的时间内股价上涨了 5 倍，从 35 美元上涨到 189 美元。巴菲特告诉《奥马哈世界先驱报》（1991 年 8 月 2 日）说，他持有这些股票长达 4 年。因此他投资美国运通的收益率最起码在 4 倍以上。[一]

富国银行[二]

我们最根本的投资风格是经常昏昏沉睡的懒汉风格：这一年我们六只重仓股中的五种，我们既没有买进也没有卖出过一股。惟一仓位变化的是富国银行，这是一家管理优异，回报丰厚的银行企业。我们将持股比例提高到接近 10%，这已经是不需要经联邦储备委员会批准我们可以拥有的最高比例。其中大约 1/6 的仓位是在 1989 年买进的，余下的是在 1990 年。

银行企业并非我们所喜欢的持股对象。银行业常见的资产与权益比率为 20 倍，因此很小比例的资产决策错误就可能

㊀ （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年，第 212 ~ 213 页。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造成很大比例的股东权益损失。因此，在许多大型银行里，错误，而不是例外，已经成了家常便饭。其中大多数错误是由于去年我们讨论过的管理错误："随大流的从众习惯"，即管理层无意识地模仿同行的行为倾向，无论这样模仿是多么的愚蠢。在他们的贷款行为中，许多银行家以旅鼠（Lemming）[㊀]般的热情跟着领导走；现在他们正在遭受旅鼠一般的悲惨命运。

由于20：1的杠杆会使管理层的优势和劣势对企业的影响力成倍扩大，所以我们对以"便宜的"的价格买进一家管理水平低下的银行的股票毫无兴趣。相反，我们的惟一感兴趣的是以合理的价格买进管理非常优秀的银行。

我们认为富国银行拥有我们在银行业中能够寻找到的最优秀的管理人：Karl Reichardt 和 Paul Hazen。我们认为：这一对合作伙伴在许多方面可以与另一对超级组合媲美——大都会/ABC 的 Tom Murphy 和 Dan Burke。第一，每一对组合都强于他们两者的力量之和，因为每个人都了解、信任并尊重他的伙伴。第二，两个管理团队都用支付高薪来吸引人才，同时都极力避免形成一个过于庞大的管理总部。第三，两支队伍在盈利屡创新高时能够与在经营重压之下时一样努力降低成本。最后，两者都固守于他们了解的业务，并让他们的能力，而不是他们的自负，确定他们追求的目标。

1990 年我们买进富国银行得益于当时一片混乱的银行业

㊀ 一种主要生活在北美和欧亚极地圈内的小型啮齿动物，过度繁育之后，一个地方的旅鼠会从过于密集的地带向外成群地迁徙。迁徙时，后面的旅鼠会盲目地跟着前面的旅鼠。在挪威许多旅鼠会跟着前面的旅鼠毫不犹豫地跳入大海中溺水而死。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市行情。这种混乱是理所应当的：每个月都会有一度被大家看好的银行因为愚蠢的贷款决策被公开曝光。由于一个接一个的巨大损失被揭露出来，而且常常是刚刚在管理人员信誓旦旦地保证公司运营一切正常之后。因此在情理之中投资者会得出一个结论：任何银行披露的数字都不可信。在投资者纷纷抛出银行股的风潮中，我们才得以仅仅投资2.9亿美元的低价买入富国银行10%的股份，我们买入的股价低于税后利润的5倍，而且低于税前利润的3倍。

富国银行拥有规模庞大的560亿美元资产，净资产收益率为20%，总资产收益率为1.25%。我们买进这家银行的10%股权，相当于买进一家有完全相同的财务特征的50亿美元资产的银行的100%股权，但是，如果买入后者，我们需要支付2倍于我们买入富国银行股票的资金。而且，买入那家需要支付高溢价的银行会带来另一个问题：我们不能找到一位像Carl Reichardt一样优秀的管理者来经营它。在最近几年中，富国银行比其他银行更加不惜代价地吸引人才，但是其他银行却难以从这家银行业大哥大那里挖走人才。

当然，持有一家银行或其他任何公司的股权决非毫无风险。加利福尼亚的银行面对的重大风险是一场大地震，因为大地震可能会对借款人的经营带来很大冲击，从而殃及贷款给他们的银行。第二个风险是系统性风险，业务萎缩或者金融恐慌是如此严重，以至于几乎对每一家以高杠杆比率经营的机构都造成危险，而无论他们以前经营得多么良好。最后，目前市场上最大的恐慌是，西海岸房地产价值会因为过度开发而暴跌，从而使那些并给为这种扩张提供贷款的银行带来巨大的损失。尤其是富国银行作为房地产贷款人的领导者，投资者认为其非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常可能遭受重大打击。

这些危险发生的可能性不可能根本排除。但是，前两种情况发生的可能性较低，即使房地产价值的大幅下跌也不可能给管理良好的金融机构造成重大的损失。不妨进行如下推算：目前，在剔除了3亿美元以上的贷款损失后，富国银行每年的税前盈利大大超过10亿美元。如果银行480亿美元的全部贷款中的10%——不仅仅是其不动产贷款——在1991年出现问题，即使这些问题贷款造成的损失（包括损失的利息）平均占到本金的30%，富国银行也能够基本上盈亏持平。

即使是出现如此重大问题的这样一年——当然我们认为这种可能性很低，基本上不会出现——也不会使我们感到沮丧。实际上，在伯克希尔，我们喜欢收购这样的公司或投资项目，即在某一年度可能没有盈利，但在未来股东权益不断增长情况下的预期股东权益报酬率仍然高达20%。虽然富国银行出现重大问题的可能性很小，但市场对于加利福尼亚出现类似于新英格兰地区的房地产灾难的恐慌，导致富国银行股票在1990年的几个月内狂跌了几乎50%。尽管我们在那次富国银行股票大跌前以市价买入了一些股票，我们还是非常欢迎股价进一步下跌，因为这使我们能以新出现的恐慌性抛盘的低价买入更多的股票。

4.3.2 抓住众多股票的安全边际机会

虽然人们不能预测股市波动，但几乎所有对股票市场历史略有所知的人都知道，一般而言，在某些特殊的时候，能够很明显地看出股票价格是过高还是过低了。其诀窍在于，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股市过度狂热时，只有极少的股票价格低于其内在价值。而在股市过度低迷时，可以购买的价格低于其内在价值的股票如此之多，以致于投资者因为财力有限而不能充分利用这一良机。

市场下跌反而是重大利好消息

巴菲特在1996年伯克希尔公司股东手册中指出，市场下跌使买入股票的成本降低，所以是好消息："我们面临的挑战是要像我们现金增长的速度一样不断想出更多的投资主意。因此，股市下跌可能给我们带来许多明显的好处。首先，它有助于降低我们整体收购企业的价格；其次低迷的股市使我们下属的保险公司更容易以有吸引力的低价格来买入卓越企业的股票，包括在我们已经拥有的份额基础上继续增持。第三，我们已经买入其股票的那些卓越企业，如可口可乐、Wells Fargo，会不断回购公司自身的股票，这意味着，他们公司和我们这些股东会因为他们以更便宜的价格回购而受益。总体而言，伯克希尔和它的长期股东们从不断下跌的股票市场价格中获得更大的利益，这就像一个老饕从不断下跌的食品价格中得到更多实惠一样。所以，当市场狂跌时，我们应该有这种老饕的心态，既不恐慌，也不沮丧。对伯克希尔来说，市场下跌反而是重大利好消息"。[1]

"大部分人都是对大家都感兴趣的股票有兴趣。无人对股票感兴趣之日，正是你应对股票感兴趣之时。热门股票很难赚

---

[1] Warren E. Buffet: "An Owner's Manual" to Berkshire's to Berkshire's shareholders. June 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到钱”。[1]巴菲特在伯克希尔2000年年报中指出：“只有资本市场极度低迷，整个企业界普遍感到悲观之时，获取非常丰厚回报的投资良机才会出现”。[2]

实例：美国股市大萧条时期巴菲特疯狂买入股票

罗杰·洛文斯坦在《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》中对1973至1974美国股市大萧条时期巴菲特疯狂买入股票的行动进行了生动的描述：[3]

自从合伙人企业解散之后，股价太高对巴菲特来说一直是个问题，巴菲特管理的伯克希尔公司一直没有找到合适的企业进行投资。

1972年，美国股市是一个大牛市，股价大幅上涨。当时几乎所有投资基金现在都集中投资到一群市值规模大的、企业声名显赫的成长股上，如施乐、柯达、宝丽来、雅芳和德克萨斯仪器等等，它们被称为“漂亮50股”。市场上投资者普遍认为这些股票是“安全的”，而且是在任何价位都是安全的，1972这50只股票的平均市盈率上涨到天文数字般的80倍。

由于股价太高，巴菲特管理的伯克希尔公司无法买到股价合理的股票。巴菲特为此非常苦恼：“我觉得我就像一个过度好色的小伙子来到了一个荒凉的岛上，我找不到可以购买

---

[1] （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第107页。

[2] Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2000。

[3] （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997年1月，第186~202页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的”。[㊀]1972年时，伯克希尔的保险公司的证券组合价值1亿1百万，巴菲特只将其中16%的资金投资于股票，把余下的84%的资金都投资于债券。

1973年，“漂亮50股”的股价大幅下跌，道·琼斯指数也不断回落，市场摇摇欲坠。那些1969年上市的公司眼睁睁地看着自己的股票市值跌了一半。

1974年，美国股市已经处于很低的价位，几乎每个公司的市盈率都是个位数，这是华尔街少有的时期：美国企业正在被抛弃，没有人想再继续持有股票，每个人都在抛售股票。

巴菲特却与众不同，他的信条是：“在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪”。在大牛市时，巴菲特的投资欲望近乎枯竭。但在熊市里，他的投资欲望却大大膨胀。

1974年10月初道·琼斯指数从1 000点狂跌到580点，在市场一片悲观声中巴菲特却高声欢呼。巴菲特在接受《福布斯》的记者访问时说：“我觉得我就像一个非常好色的小伙子来到了女儿国。投资的时候到了”。[㊁]

巴菲特这样说的，他也是这样做的。

在1973～1974年间的大熊市中市场上人气正在低落，事实上是严重的消沉。这种时候，股票价值和公司资产的价值已经没有什么关系了，现实世界中很难再找到这样的机会。巴菲特在1973～1974年美国股市大萧条时期疯狂地买入股票，活蹦乱跳得像一匹小马驹。他抓住了市场过度低迷而形

㊀ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第104页。

㊁ L. J. Davis：“Buffett Talks Stock，” The NY Times Magazine，April 1，1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成的以很大的安全边际买入股票的良机，从而获得了巨大的投资利润。

在此期间巴菲特最成功的投资之一是联合出版公司。1973年该公司盈利增长了40%，但其股价却在一个月内从10美元/股持续下跌到7.5美元/股，市盈率已经低于5倍。巴菲特经过分析后坚信自己比市场更了解该企业的内在价值。1974年1月8日那天，他又买进了联合出版公司股票，11日、16日再次买进。在2月13日、15日、19日、20日、21日、22日连续多次进入市场买进。一年里有107天他都在不断地买进联合出版公司的股票，最低买入价格只有5.5美元/股。巴菲特在这只股票上总共投资453万美元，经过8年之后，在1982年他持有的联合出版公司股票市值已经上涨到3 431万美元，涨幅为惊人的6.6倍。

在此期间巴菲特最成功的投资是华盛顿邮报。在股市崩溃的1973年，巴菲特大量买入《华盛顿邮报》公司的股票。2月份的时候，在27美元的价位买入18 600股，到5月时，股票跌到了23美元/股，他又买入4万股，价格还是大跌，巴菲特继续买进。9月份时，他控制的伯克希尔公司已经成为《华盛顿邮报》最大的外部投资者。

巴菲特回忆他对华盛顿邮报的投资时说："当你做生意时，你便置身于现实社会中，但在股票市场中每个人都只考虑股票的相对价格。当我们在一个月内买下8%或9%的《华盛顿邮报》之后，卖给我们股票的人中不止一个都会觉得自己把价格4亿的资产以8 000万卖给了我们。他们之所以愿意卖给我们是因为传媒业股票已在下跌，或是因为其他人都在抛出，或别的什么因素，这些理由都是毫无意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义的。"[㊀]

华盛顿邮报是巴菲特运用长期投资策略掘到的第一桶金。他在伯克希尔 1985 年报中感叹到："在伯克希尔公司我通过投资华盛顿邮报，将 1 000 万美元变成为 5 亿美元"。1973 年巴菲特用 1 062 万美元买入华盛顿邮报公司的股票到 2003 年底市值增加到 13.67 亿美元，31 年的投资利润为 12.80 亿美元，投资收益率高达 128 倍。

㊀ （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997 年 1 月，第 190 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要把所有鸡蛋放在同一个篮子里这句话是错误的，投资应该像马克·吐温建议的那样，“把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它。

——巴菲特

第5章

组合原则：集中投资

我们的投资仅集中在几家杰出的公司上，我们是集中投资者。

——巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前占据主导地位的现代投资组合理论提倡分散投资以减少投资风险，即我们常说的“不要把鸡蛋放在一个篮子里”。而巴菲特却采用完全相反的集中投资策略：“我们的投资仅集中在几家杰出的公司上，我们是集中投资者”。“不要把所有鸡蛋放在同一个篮子里这句话是错误的。投资应该像马克·吐温建议的那样，‘把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心看好它’。”

巴菲特说：“对于每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入此股”。㊀“在与商学院的学生交谈时，我总是说，当他们离开学校后可以做一张印有20个洞的卡片。每次做一项投资决策时，就在上面打一个洞。那些打的洞的较少的人将会更加富有。原因在于，如果你为大的想法而节省的话，你将永远不会打完所有20个洞”。

《富布斯》的专栏马克·赫尔伯特根据有关数据进行的检验表明：如果从巴菲特的所有投资中剔除最好的15项股票投资，其长期表现将流于平庸。㊁

统计表明，巴菲特对自己集中投资的股票数目限制在10只，对于一般投资者集中投资股票的家数建议最多20只（20个洞的卡片），事实上他集中投资的股票常常只有8只左右。

对巴菲特1977～2003年各年度的投资组合分析表明，巴菲特的组合平均股票数目仅有8.41只，而投资组合年度平均累积收益率高达264.51%。

㊀ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第12页。

㊁ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第131页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的做法更符合我们生活中的真实情况，事实上我们总是把鸡蛋放在一个篮子并用心守护，尤其这些鸡蛋非常宝贵的时候。

总结巴菲特集中投资的经验，可以将其归纳为三个“确定”：

- 一是确定集中投资的目标企业。巴菲特认为应该将资金投入到最喜欢的几家——最了解、风险最小、而且有最大利润潜力的公司里。
- 二是确定投资组合的股票组成。巴菲特认为对于每一笔投资，都应当有勇气和信心将净资产的10%以上投入，也就是说，投资组合最多拥有10只股票足矣。集中投资与分散投资的比较表明，集中投资收益更高，风险却更小。
- 三是确定个股的资金分配。巴菲特认为对某只股票大规模集中投资的前提是寻找到其盈利概率估计的确定性，只有在大赢的把握很大时，才能下很大的赌注。

表5-1　巴菲特1977~2003年股票投资组合集中度及投资收益率分析

年份	主要持有股票数目	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益率
1977	9	71.893	139.081	76.81%	93.46%
1978	8	94.260	163.889	74.18%	73.87%
1979	13	156.738	297.994	88.51%	90.12%
1980	18	298.848	497.591	93.94%	66.50%
1981	15	335.615	616.490	96.44%	83.69%
1982	11	402.422	911.564	96.40%	126.52%
1983	10	558.863	1 287.869	98.62%	130.44%
1984	10	573.340	1 231.560	97.06%	114.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	主要持有股票数目	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益率
1985	7	267.909	1 170.358	97.67%	336.85%
1986	5	642.601	1 837.526	98.05%	185.95%
1987	3	572.944	2 115.017	100.00%	269.15%
1988	5	1 237.213	3 053.924	100.00%	146.84%
1989	5	1 668.593	5 188.253	100.00%	210.94%
1990	6	1 958.024	5 407.953	100.00%	176.19%
1991	8	2 828.322	9 024.220	100.00%	219.07%
1992	9	3 637.561	11 442.318	100.00%	214.56%
1993	9	3 183.506	11 269.463	100.00%	254.00%
1994	10	4 555.661	13 973.272	100.00%	206.72%
1995	7	4 366.100	19 344.900	87.93%	343.07%
1996	8	5 975.700	24 455.200	88.12%	309.24%
1997	8	5 029.800	31 780.500	87.68%	531.84%
1998	7	4 361.000	32 130.000	86.22%	636.76%
1999	6	4 023.000	30 160.000	81.50%	649.69%
2000	5	3 699.000	28 118.000	74.74%	660.15%
2001	7	4 440.000	22 949.000	80.03%	416.87%
2002	8	4 543.000	22 980.000	81.02%	405.83%
2003	10	5 652.000	30 605.000	86.73%	441.49%
合计	227	65 133.913	312 150.942	2 471.65%	7 394.62%
年平均	8.41	2 412.367	11 561.146	91.54%	273.87%

5.1 集中投资的目标企业

巴菲特认为投资者应该集中投资于自己最了解、风险最小、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最优秀的公司："如果你是一位学有专长的投资者，能够了解企业的经济状况，并能够发现5到10家具有长期竞争优势且股票价格合理的公司，那么传统的分散投资对你来说就毫无意义，那样做反而会损害你的投资成果并增加投资风险。我不明白，为什么那些分散投资的信奉者会选择一家在他喜欢的公司中名列第20位的公司来进行投资，而不是很简单地只投资于他最喜欢的公司——他最了解、风险最小、并且利润潜力最大的公司。用预言家梅伊·韦斯特（Mae West）的话来说：好事多多益善（Too much of a good thing can be wonderful.）"㊀

巴菲特在伯克希尔1996年年报中为投资者提出的了最重要的能力圈原则："智慧型投资并不复杂，当然它也并不是一件很容易的事，投资人真正需要具备的是能够对所选择的企业正确评估的能力，请特别注意'所选择'（selected）这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家。你只需要能够评估在你能力圈范围之内的几家公司就足够了。能力圈的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己能力圈的边界"。"显然，每一位投资者都会犯错误，但是通过将自己的投资范围限制在少数几个易于理解的公司中，一个聪明的、有知识的、勤奋的投资者就能够以有效实用的精确程度判断投资风险"。㊁

巴菲特认为必须集中投资于投资人能力圈范围之内、业务简单且稳定、未来现金流能够可靠地预测的优秀企业："我们努力固守于我们相信我们可以了解的公司。这意味着他们本身

㊀㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常具有相当简单且稳定的特点，如果企业很复杂而产业环境也不断在变化，那么我们就实在是没有足够的聪明才智去预测其未来现金流量，碰巧的是，这个缺点一点也不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足可以保证盈利了。”㊀

“我们的收益来自于一群由企业经理人组成的超级团队的努力，他们管理的公司经营着看起来十分普通的业务却取得了非常寻常的业绩。……只拥有很小部分的一颗希望之星（the Hope diamond，世界上最大的深蓝色钻石，重达 45.5 克拉），也远远胜过 100% 拥有一颗人造的莱茵石（rhinestone）。我们拥有的公司谁都会很容易地看出来的确是罕见的珍贵宝石。最幸运的是，尽管我们受限于只能拥有这类优秀企业的少数股份，但却相应拥有了一个不断增长的投资组合”。㊁

“作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入你很容易就能够理解其业务的一家公司的部分股权，而且你可以确定在从现在开始的五年、十年、二十年内，这家公司的收益实际上肯定可以大幅度增长。在相当长的时间里，你会发现仅仅有几家公司符合这些标准，所以一旦你看到一家符合以上标准的公司，你就应当大量买进这家公司的股票。㊂

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1992.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1994.

㊂ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.2 集中投资与分散投资的比较分析

巴菲特之所以投资业绩远远超过市场平均水平，关键在于他的集中投资组合策略：巴菲特对自己集中投资的股票数目限制在10只。事实上他集中投资的股票数目平均只有8.4只左右，但占投资组合的比重平均为91.54%。

对集中投资与分散投资的比较研究表明：集中投资的收益更高，风险却更小。

5.2.1 集中投资而不是分散投资

多元化是针对无知的一种保护

“多元化是针对无知的一种保护。对于那些知道他们正在做什么的人，多元化毫无意义。”[㊀]巴菲特在解释多元化带来的困难时，引用了百老汇主持人比利·罗斯的话：“如果你有40个妻子，对她们中的任何一个你都无法了解清楚”。“我不能同时投资50或70种企业，那是挪亚方舟式的老式投资法，你最后会像是开了一家动物园。我喜欢把适当的资金分配于少数几家企业”。[㊁]

少数几只股票将会占组合的很大比重

“我们深感不活跃是理智且聪明的行为。……只要能够顺

㊀ Warren Buffett：Berkshire Hathaway Annual Meeting，1996.

㊁ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第132页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利实施，运用这种投资策略的投资者往往会发现，少数几家公司的股票将会占据他投资组合的很大比重。这些投资者的投资回报类似于一个人买下一群极具潜力的大学明星篮球队员20%的未来权益，其中有一小部分的球员可能可以进到NBA殿堂打球，那么投资人从他们身上获取的收益很快将会在所有球员收入分成总和中占有绝大部分的比重。要是有人仅仅因为最成功的股票投资在组合中所占比重太大就建议他出售那部分最成功的投资，就好像是有人仅仅因为迈克尔·乔丹对球队来说实在是太重要就建议公牛队把乔丹卖出一样愚蠢”。㊀

5.2.2 集中投资比分散投资收益更高

采用集中投资方式会不时地在某些年度遭受重大损失，尽管年度投资回报率波动性大，集中投资策略在长期内的总投资回报率却远远超过市场平均水平。而分散投资方法是不可能取得这么好的总收益的，最多取得相当于市场平均水平的投资回报。由于大多数投资者根据现代投资组合理论选择分散投资策略，采用集中投资的持续竞争优势价值策略就具有了一定的竞争优势。正如巴菲特所说，“我们宁愿波浪起伏的15%的回报率，也不要四平八稳的12%的回报率”。

集中投资既能降低风险又能提高回报，何乐而不为，业绩波动大些又何妨。许多价值投资大师出众的投资业绩以及大量实证研究都表明，集中投资可以持续战胜市场。

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中投资于少数股票是价值投资大师战胜市场的关键

许多采用持续竞争优势价值策略的价值投资大师在长达十几年的时间内，尽管其投资回报率波动性远远超过市场平均水平，但其长期平均年投资回报率也远远超过了市场平均水平。

凯恩斯这位著名的宏观经济学家在1919年任英国国王学院的第二任财务主管时，说服受托管人成立了切斯特基金。从1927到1946年他去世，他一直是该基金的惟一负责人。他在1934年8月15日给他的合伙人的一封信中指出："随着从事投资的年限增长，我越来越坚信，正确的投资方法是将大笔资金投入到一个他认为非常了解、管理人员也完全值得信任的企业中。而投资人将资金分散投资到大量他几乎一无所知并且没有任何理由予以特别信任的企业中，认为据此可以限制风险的看法是完全错误的。……一个人的知识和经验绝对是有限的，因此在任何给定的期限里，我个人认为有资格将我全部的信心置于其中的企业数量，很少会有超过二或三家以上。"㊀

凯恩斯的集中投资策略使他管理的切斯特基金在1928～1945年的18年间年平均投资回报率以标准差计算的波动率为29.2%，相当于英国股市波动率的12.4%的2.8倍，但其18年中年平均回报率为13.2%，而英国股市年平均回报率只有-0.5%。㊁

查理·芒格管理其合伙公司时，将投资仅集中于少数几只证券上，其投资波动率非常巨大，在1962～1975年的14年间

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

㊁ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第47页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年平均投资回报率以标准差计算的波动率为33%，接近于同期道琼斯工业平均指数波动率18.5%的2倍。但其14年中年平均回报率为24.3%，相当于道琼斯工业平均指数年平均回报率6.4%的4倍。[㊀]

比尔·罗纳管理的红杉基金采用高度集中的投资策略，每年平均拥有6～10家公司股票，这些股票约占总投资的90%以上，其投资波动率非常巨大，在1972～1997年的26年间年平均投资回报率以标准差计算的波动率为20.6%，高于同期标准普尔500指数波动率16.4%约4个百分点。但其14年中年平均回报率为19.6%，超过标准普尔500指数年平均回报率14.5%约20%。[㊁]

巴菲特管理的伯克希尔公司在过去39年，也就是巴菲特1965年接手之后，伯克希尔公司每股净值由当初的19元成长到现在的50 498美元，年复合成长率约为22.2%。在战后美国，主要股票的年均收益率在10%左右，巴菲特却达到了22.2%的水平。由于伯克希尔公司以上收益中同时包括了股票投资、债券投资和企业并购等，并不能直接反映巴菲特股票投资的真实收益水平。罗伯特·哈格斯特朗（1999）对伯克希尔公司1988～1997年10年间年报中披露的主要股票投资情况进行了分析，结论如下：[㊂]

1987～1996年巴菲特管理的伯克希尔公司主要股票投资

㊀ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第51～52页。

㊁ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第55～56页。

㊂ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第67～70页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均年收益率为29.4%，比同期标准普尔500指数平均年收益率18.9%高出5.5%。如果巴菲特没有将大部分资金集中在可口可乐等几只股票上，而是将资金平均分配在每只股票上，那么同等加权平均收益率将为27.0%，比集中投资29.4%的收益率要降低2.4%，使其相对于标准普尔500指数的优势减少了近44%。

如果巴菲特不进行集中投资，而采用流行的分散投资策略，持有包括50种股票在内的多元化股票组合，假设伯克希尔持有的每一种股票均占2%权重，那么分散投资的加权收益率仅有20.1%，略微超过标准普尔500指数1.2%，基本上没有什么优势。

可见，在获胜概率最大的股票集中投入最多的资金，这是巴菲特39年来持续以很大的优势战胜市场的主要原因。

表5-2 伯克希尔公司主要股票投资收益率分析（1988～1997年）

年份	股票只数	股票资产收益率	同等加权收益率	2%加权收益率	标准普尔500指数
1988	5	11.9%	11.0%	16.0%	16.6%
1989	5	53.1%	38.3%	32.3%	31.7%
1990	6	2.7%	-9.8%	-3.9%	-3.1%
1991	7	55.5%	52.7%	33.5%	30.4%
1992	8	24.2%	31.1%	11.4%	7.6%
1993	8	11.7%	19.5%	11.6%	10.1%
1994	10	15.3%	8.0%	2.6%	1.3%
1995	7	43.6%	43.2%	38.3%	37.6%
1996	8	37.5%	29.6%	24.0%	23.0%
1997	8	38.5%	46.1%	35.4%	33.4%
平均年收益率		29.4%	27.0%	20.1%	18.9%

数据来源：（美）罗伯特·哈格斯特朗著，江春译：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年6月，第68页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证研究：集中投资于少数股票长期内战胜市场的概率更大

罗伯特·哈格斯特朗（1999）对集中投资的收益率波动性进行了实证研究：

第一步，利用有关普通投资收益率的计算机统计数据库，从中选择出 1 200 家公司，分析计算每家公司 1979 ~ 1996 年间每年股票的投资收益率。

第二步，从 1 200 家公司中随机选择，形成 12 000 个规模不同的证券投资组合。其中包括：3 000 年包括 250 种股票的投资组合、3 000 个包括 250 种股票的投资组合、3 000 个包括 100 种股票的投资组合、3 000 个包括 50 种股票的投资组合、3 000 个包括 50 种股票的投资组合、3 000 个包括 15 种股票的投资组合。

第三步，计算以上不同种类不同规模投资组合的年平均收益率，分别按 10 年（1987 ~ 1996 年）和 18 年（1979 ~ 1996）两个时间段进行计算，并与同期标准普尔 500 指数投资收益率进行比较。研究结果如下：

表 5-3　不同规模投资组合的 10 年期

（1987 ~ 1996 年）平均年收益率

	平均年收益率（%）				
规模	15 种股票	50 种股票	100 种股票	250 种股票	标准普尔 500 指数
平均收益率	13. 75	13. 87	13. 86	13. 91	15. 23
标准差	2. 78	1. 54	1. 11	0. 65	
最低收益率	4. 41	8. 62	10. 02	11. 47	
最高收益率	26. 59	19. 17	18. 32	16. 00	

数据来源：（美）罗伯特·哈格斯特朗著，江春译：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年 6 月，第 62 页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-4 不同规模投资组合的 18 年期（1979～1996 年）平均年收益率

	平均年收益率（%）				
规模	15 种股票	50 种股票	100 种股票	250 种股票	标准普尔 500 指数
平均收益率	17.34	17.47	17.57	17.61	16.32
标准差	2.21	1.26	0.88	0.52	
最低收益率	8.77	13.56	14.71	16.04	
最高收益率	25.04	21.80	20.65	19.20	

数据来源：（美）罗伯特·哈格斯特朗著，江春译：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000 年 6 月，第 63 页

通过以上比较，可以得出一个非常重要的结论：投资组合中的股票数量越多，投资越分散，组合收益率超过指数收益率的概率越小。相反，投资组合中的股票数量越少，投资越集中，组合收益率超过指数收益率的概率越大。

简而言之，集中投资相对于分散投资战胜市场的概率更大。

在 10 年期的数据分析完全支持以上结论：

在 3 000 种 15 只股票的组合中，有 808 种组合战胜市场；

在 3 000 种 50 只股票的组合中，有 549 种组合战胜市场；

在 3 000 种 100 只股票的组合中，有 337 种组合战胜市场；

在 3 000 种 250 只股票的组合中，有 64 种组合战胜市场。

也就是说，组合中只选择 15 只股票，战胜市场的概率是 1/4；而组合中选择 250 只股票，战胜市场的概率只有 1/50。

需要说明的是，在以上研究中并没有考虑交易费用。如果考虑交易费用，投资越分散，交易成本越大，战胜市场的概率更小。相反投资越集中，交易成本越小，战胜市场的概率越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.2.3 集中投资比分散投资风险更小

巴菲特之所以采用与现代投资组合管理理论根本不同的集中投资策略，是因为他对风险的定义完全不同：风险是指价值损失的可能性而不是价格的相对波动性。巴菲性在伯克希尔公司1993年报中给股东的信里对集中投资与分散投资的风险程度进行了深入的比较分析。他向我们揭示了他持续战胜市场的秘诀：集中投资于你非常了解的少数优秀公司，相对分散投资于你不太了解的一般公司来说，风险更小。㊀

"我们采取的战略是防止我们陷入标准的分散投资教条。许多学者专家可能会发表高论说这种集中投资策略一定比更加流行的分散投资战略的风险大。我们不同意这种观点。我们相信，这种集中投资策略使投资者在买入股票前既要进一步提高考察公司经营状况时的审慎程度，又要进一步提高对公司经济特征的满意程度的要求标准，反而更可能降低投资风险。"

风险的正确定义是损失的可能性，而不是价格的波动性

现代资本市场理论中对风险的标准定义是股价的相对波动性，巴菲特对此定义嗤之以鼻：

"在阐明我的观点时，我采用字典上的词条解释将风险定义为'损失或损害的可能性'（the possibility of loss or injury）。然而，学究们喜欢另行定义投资'风险'，断言它是股票或股

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票投资组合股价水平的相对波动性，即组合波动性与股票市场中所有股票的整体波动性的比较。利用数据库和统计技术，这些学究们精确计算出了每只股票的‘贝塔’值（beta）——该股票市场价格的历史相对波动性——然后根据这些计算结果建立晦涩难懂的投资和资本配置理论。但是，在他们渴望用单一的统计来衡量风险时，他们忘记了一条基本的原则：模糊的正确胜过精确的错误”。

“对于公司所有者来说——这也是我们作为股票所有者的思考角度——这种对风险的学术定义远远偏离了实际，而且偏离得如此之远以至于显得非常荒谬。比如，在贝塔理论下，一只相对于市场暴跌的股票——比如1973年我们买进的华盛顿邮报的股票走势——在低价位时相对于在高价位时‘更有风险’。那么，这种判断对那些有机会以大大降低的价格来低成本收购整个公司的人来说有什么意义呢?”

“实际上，职业投资者喜爱市场的波动性。本·格雷厄姆在《聪明的投资者》的第八章中对此作了解释。在他的书里他给我们介绍了一个非常热心肠的家伙‘市场先生’。他整天在你面前出现，只要你愿意，他就会从你那里买入或者卖给你任何一只股票。这个家伙越狂躁或越抑郁，投资者赚钱的机会就越大。之所以如此，是因为剧烈波动的市场意味着，经营稳定的公司的股价常常跌到不合理的低价位。很难想像这样的低价形成的买入机会，对于完全忽视市场或者擅长利用市场的愚蠢的投资者来说，会增加他们投资的风险”。

如何衡量真正的投资风险

“根据我们的看法，投资必须确定的真正风险是他从投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（包括他的出售所得）中得到的总的税后收入，在整个预计的持有期内，是否可以至少给他带来与原来相当的购买力，加上原始投资的适当利息”。

“尽管这种风险用工程般的精确性难以计算，但在某些情况下，它可以用一定程度的有效准确性来估算。与这种估算相关联的主要因素是：(1) 可以评估的企业长期经济特性的确定性；(2) 可以评估的企业管理层能力的确定性，包括他们实现公司所有潜能的能力以及明智地使用现金流的能力；(3) 管理层值得信赖地能将回报从企业导向股东而不是管理人员的确定性；(4) 公司的收购价格；(5) 未来税率和通货膨胀率，二者将决定投资者取得的总体投资回报的实际购买力水平的下降程度。这些因素很可能会把许多分析师搞得晕头转向，因为他们不可能从任何一种数据库中得到以上风险因素的评估。但是精确量化这些因素的困难既不能否定它们的重要性，也不能说明这些困难是不可克服的，正如大法官 Stewart 发现尽管根据不可能使淫秽文字的检验标准化，但他仍然断言：我一看便知（I know it when I see it）。投资者同样能够做到这一点，通过一种不精确但行之有效的方法，而不必参考复杂的数学公式或者股票价格历史走势，也一样能够确定某个投资中的内在风险”。

“在评估风险的时候，贝塔值的纯粹主义者根本不屑于考虑公司生产什么产品、公司的竞争对手有什么举动、或者这家公司使用的贷款是多少等等一切背景材料。他甚至不想知道公司的名字。他惟一重视的是公司股票价格的历史走势。相反，很高兴我们根本不想知道公司股票价格的历史走势，而是尽心去寻找那些可以使我们进一步了解公司业务的所有信息。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集中投资于少数具有强大竞争力的优秀公司，投资风险更小

“就长期而言，可口可乐与吉列所面临的风险，要比任何电脑公司或是通讯公司小得多。可口可乐占全世界饮料销售量的44%，吉列则拥有60%的剃须刀市场占有率（以销售额计），除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有哪家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。更重要的，可口可乐与吉列近年来也确实在继续增加他们全球市场的占有率，品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，使得他们拥有超强的竞争力，就像是在他们的经济城堡周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司每天都在没有任何这样保障的情况下浴血奋战”。

“即使对于一个非常肤浅的观察者来说，可口可乐和吉列公司的强大竞争力也是显而易见的。然而它们公司股票的贝塔值却与其他略有甚至根本没有竞争优势的众多普通公司基本相似。我们可以从这种贝塔值的相似之处得出结论说，可口可乐和吉列公司的竞争力在衡量公司风险中毫无用途吗？或者，我们可以结论说，拥有公司的一部分权益——它的部分股票——的风险从某种意义上与该公司经营中内在的长期风险毫无关系吗？我们相信这两种结论都是无稽之谈，而且将贝塔值与投资风险等同起来也是一句无稽之谈。”

“依靠计算贝塔值（Beta）吃饭的理论家，没有办法识别公司真正内在风险的差异，比如一家销售宠物石头（pet rocks）或者呼啦圈的单一产品公司，与另一家独家销售强手游戏（Monoplay）或者芭比娃娃的玩具公司在风险上有什么不同。但如果普通的投资者对消费者行为以及形成长期竞争优势或劣势的影响因素有相当的理解，那么他完全可以识别这种公司内在风险的差异。显然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一位投资者都会犯错误，但是通过将自己的投资范围限制在少数几个易于理解的公司中，一个聪明的、有知识的、勤奋的投资者就能够以有效且实用的精确程度判断投资风险”。

5.3 集中投资的决策分析

当成功概率很高时下大赌注

——查理·蒙格

在巴菲特平均不到10只股票的投资组合中，每只股票的资金分配比例差别很大。有些股票，如可口可乐，投资规模非常巨大。由于大规模集中投资的股票数目很少，所以在实务中集中投资的关键在于盈利概率估计，否则一旦判断失误则很容易造成巨大的亏损。巴菲特充分认识到这一点，他坚持大规模投资的前提是寻找到了这只股票盈利概率估计的确定性。

“我把确定性看得非常重。……只要找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无所谓了。承受重大风险的根本原因是你事先没有考虑好确定性。但是，以仅相当于证券内在价值的一部分的价格来买入证券并非是冒风险。”㊀

简单地说，你具有很高的赢的概率，而且别人不敢和你在相同的方向下注，这时你下大赌注才可以赢大钱。查理·蒙格形象地把集中投资比喻为“当成功概率很高时下大赌注”。我们有很大的确定性能够赢钱时，当然要下大赌注。

我们对一只股票有很大的确定性能够盈利时，当然要投入

㊀ “Buffett Talks Strategy with Students”, Omaha World-Herald, Jan 2, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较大比重的资本。集中投资才能以很大优势战胜市场。

就像毛泽东把战争胜利的秘诀归纳为“集中优势兵力打击敌人”，巴菲特和芒格把投资成功的秘诀归纳为“集中投资于成功概率最大的股票”。“人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋。但是人类如果努力去了解，努力去感知，通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注。而且聪明的人会在世界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时他们会下大赌注，而其余的时间他们则按兵不动，事情就这么简单”。㊀

投资成功的概率其实是对所投资企业价值评估的准确概率，而估值的准确性又取决于对企业在未来长期的持续竞争优势进行预测的准确概率。

在长期价值投资中，我们需要对企业未来5～10年的竞争优势进行估计，但在大多数情况下我们并没有多少有价值的竞争优势分析可供借鉴，我们所能做的只能是从各种相关的历史数据开始分析，然后根据自己对产业的理解和对公司业务的判断，做出某种概率预测，这是一种非常主观的预测，在这种主观预测的基础上进一步估算企业的内在价值。这也是为什么巴菲特说：“价值评估，既是科学，又是艺术”。㊁

对相关历史数据的分析是科学，但对公司未来长期竞争优势的预测是艺术。集中投资的原则是集中投资于少数优秀企业，在成功概率最大时下大赌注。那么如何估计成功的概率呢？

㊀ （美）罗伯特·哈格斯特朗著：《沃伦·巴菲特的投资组合》，机械工业出版社，2000年，第157页。

㊁ Warren Buffett：the Letter to the Partners of the Buffett Partnership，1966.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于集中投资时的概率计算，巴菲特采用的方法是："用亏损的概率乘以可能亏损的数量，再用盈利概率乘以可以盈利的数量，最后用后者减去前者。"

这些概率估计与我们在数学中学习的概率计算有很大的不同。传统的概率估计以大量的统计数据为基础，根据大量重复性试验中事件发生的频率进行概率计算。但是我们投资的企业永远面对与过去不同的竞争环境和竞争对手，竞争环境、竞争对手及竞争对手的竞争手段、甚至我们投资的企业自身都在不断的变动之中，一切都是不确定的，一切也都是不可重复的。所以我们根本无法计算企业竞争成功的频率分布，也无法运用传统的统计概率来估计其成功的概率。但为了投资成功，我们必须估计。类似的例子是足球彩票竞猜。每一次曼联队面临的对手可能都是不同的球队，即使是相同的球队其队员和教练可能也有了许多变化，曼联队自身的队员及其状态也有许多变化，同时双方队员当天比赛的状态和过去绝不会完全相同，队员之间的配合也会和过去有很大的不同。那么曼联队今天会输还是会赢呢？不管我们有多么庞大的历史数据库，也根本找不到与今天比赛完全相同的、完全可重复的历史比赛数据来进行概率估计。我们惟一的办法只能进行主观概率估计。

那么，如何判断我们在集中投资赌博中输赢的概率呢？以下三位名人的决策模式或许能给我们某些启示：

（1）巴菲特的桥牌决策模式

（2）芒格的格栅决策模式

（3）邓小平的黑猫白猫决策模式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.3.1 巴菲特投资决策的桥牌方法

价值估计不准确，在确定买入价格时的安全边际也不准确，投资盈利的概率就会大大降低。在概率较低的情况下进行集中投资可能会给投资人带来很大的亏损。

巴菲特非常重视概率估计的确定性。“我把确定性看得非常重。……只要找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无关大局了。你之所以会冒重大风险，是因为你没有考虑好确定性。”[一]

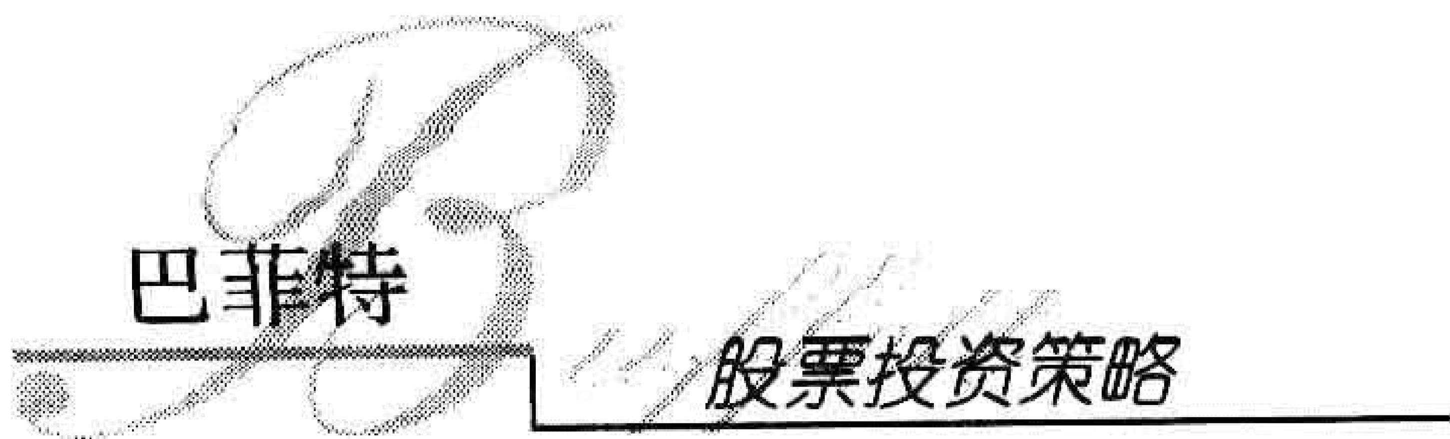
Gruntal & Co 经纪公司的马歇尔·温伯格对巴菲特重视概率估计确定性的程度深有感触。他回忆起与巴菲特两次一起吃午饭的情景：有一次他们俩在曼哈顿的一家餐馆吃午饭，巴菲特感觉火腿加乳酪的三明治味道很好，额外又吃了一个。几天后，他和巴菲特又要一起出去吃午饭。巴菲特说：“我们还去那家餐馆吧”。温伯格说：“但是我们前几天刚刚到那儿吃过一次”。巴菲特说：“是啊。所以我们为什么还要冒险去别的地方？还是去那家吧。在那儿我们肯定能吃到我们想吃的东西！”。这件事让温伯格认识到巴菲特在生活中运用的是与在投资中相同的“确定性”原则：“这也是巴菲特寻找股票的方式，他只投资于那些盈利概率绝不会让他失望的企业”。[二]

从某种程度而言，巴菲特判断股票投资输赢概率的高超技巧来自于他最大的爱好打桥牌。他一星期大约打 12 小时的桥

[一] “Buffett Talks Strategy with Students”, Omaha World-Herald, Jan 2, 1994.

[二] Fromson, Brett Duval: Are these the new Warren Buffetts? Fortune, September 22, 1989.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



牌。他经常说："如果一个监狱的房间里有3个会打桥牌的人的话，我不介意永远做牢。"他的牌友霍兰评价巴菲特的牌技非常出色："如果巴菲特有足够的时间打桥牌的话，他将会成为全美国最优秀的桥牌选手之一。"

巴菲特认为打桥牌与股票投资的策略有很多相似之处："打牌方法与投资策略是很相似的，因为你要尽可能多地收集信息，接下来，随着事态的发展，在原来信息的基础上，不断添加新的信息。不论什么事情，只要根据当时你所有的信息，你认为自己有可能成功的机会，就去做它。但是，当你获得新的信息后，你应该随时调整你的行为方式或你的做事方法。"

从巴菲特打桥牌的风格，人们不难了解他的股票投资策略。也许在伟大的桥牌选手与伟大的证券分析师之间，都具有非常敏锐的直觉和判断能力，他们都是在计算着胜算的概率。他们基于一些无形的、难以捉摸的因素做出决策。巴菲特谈到桥牌时说："这是锻炼大脑的最好方式。因为每隔10分钟，你就得重新审视一下局势。……在股票市场上决策不是基于市场上的局势，而是基于你认为理性的事情上。……桥牌就好像是在权衡赢得或损失的概率。你每时每刻都在做着这种计算。"

5.3.2 芒格投资决策的格栅理论

1994年4月芒格在南加利福尼亚学校的马歇尔学院进行演讲。芒格的演讲主题是"选股是处世艺术的一个分支"。他教导学生们要努力学习，掌握更多股票市场、金融学、经济学的知识。但同时要学会不要这些不同方面的知识孤立起来，而要把它们看成包含了心理学，工程学、数学、物理学的人类知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识宝库的一部分。用这样宽广的视角就会发现，每一学科之间都相互交叉，并因此各自得以加强。一个喜欢思考的人能够从每个学科总结出其独特的思维模式，并会将其联想结合，从而达到融会贯通。那些养成这样思考习惯的人在为人处世方面非常成功，不具备这样的坚实的心理素质的人在股市上或其他方面的成功只能是一时的运气。

芒格为了让他的观点更容易被学生们接受，他用了一个非常生动形象的比喻来说明不同学科的不同思维方式是如何相互作用的：格栅模型。芒格说："你的头脑中已经有了许多思维方式，你得按自己直接和间接的经验将其安置在格栅模型中。"㊀

1996年芒格在斯坦福大学的演讲中再次讲述了他的投资决策格栅理论。他提出的基本论点是：真正的、永远的成功属于那些首先努力建立思维模式格栅，然后学会以善于联系、多学科并用的方式思考的人们。他提醒人们这样做是要下功夫学习的，特别是对于那些受到长期的专业化教育而只能用单一的模式进行思考的人们。但是一旦这些思维模式格栅深植于你的大脑中，你就拥有了解决任何问题的百宝囊。"你就能够掌握解决整个问题的方法。你所需要做的只是理解它，养成正确的思考习惯。"

巴菲特的长期合作伙伴芒格精辟地总结到："人们应该在即将发生的事情上下注，而不是在应该发生的事情上下注"。"你需要去努力寻找价格错位的赌注。然后用多种原则去衡量

㊀ （美）Hagstorm. R. G. 编著：《从牛顿、达尔文到巴菲特：投资的格栅理论》，机械工业出版社，2002年1月，第4页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下，如果你是处于有利地位，那就表示它已经是一流的股票。”

芒格告诉我们，将不同学科的思维模式联系起来建立起融会贯通的格栅，是投资成功的最佳决策模式。用不同学科的思维模式思考同一个投资问题，如果能得出相同的结论，这样的投资决策更正确。懂得越多，理解越深，投资者就越聪明智慧。

芒格在漫长的投资生涯中，学习并总结了各种各样的非常简单的普遍性原理。这也是他投资思维格栅的重要组成部分：

“第一个普遍性原理，是指通常意义上最好先决定那些最不费脑筋的事情来使问题简单化”。

“第二个普遍性原理则模仿伽利略的结论，他认为任何符合科学规律的事实，经常只能通过数学来揭示，这就好像在说数学是上帝的语言一样。伽利略的这种看法在当今纷繁复杂的现实生活中仍然很有效。如果我们中大多数人的生活中没有对数学的应用，那么他就像是在‘踢屁股’游戏中的一个独腿人一样”。

“第三个普遍性原理，是指思考问题仅仅想到将来是不够的。你必须同时运用逆向思维。否则，你就有些像那些只想知道自己将来会死在哪里，就坚决不去那个地方的傻瓜了。事实上，很多问题不能仅以未来作为标准来加以解决。这恰恰应验了伟大的数学家卡尔·雅各布经常说的一句话：运用逆向思维，要经常反向思考问题。这便是为什么古希腊哲学家毕达哥拉斯运用反证法来证明 2 的平方根是无理数的原因了”。

“第四个普遍性原则，是指最好而又最实用的智慧，就是大学里讲授的那些最基本的理论。但是，一个相当重要的条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件：你必须以一种多学科的方式进行思考。你必须运用所有那些在大学中的新生所学习的各学科基础课程中简单易学的概念。当你掌握了这些基本的概念，你想要解决的问题就不会受到限制。因为大学以及许多商业性机构划分成界限分明的不同学科和不同部门而有其局限性。取而代之的是，必须按照本·富兰克林给普尔·理查德的建议：'如果你希望完成它，就行动吧。如果这不是被迫的话'，你要使用多学科的思维方法"。

"第五个普遍性原理，是指往往只有许多种因素的组合才能产生巨大的效应。打个比方，治疗结核病的药方正是将三种不同的药物按比例混合而成，尽管这三种药物早已存在，但将它们组合在一起治疗结核病的药方却过了很长一段时间才被发现。还有其他一些由于多种因素组合而产生巨大效应的例子，比如飞机的起飞也遵循着同样的模式"。[1]

5.3.3 中国特色的黑猫白猫理论

回顾中国改革的成功，我们不得不佩服邓小平的黑猫白猫理论。其实芒格的格栅理论提倡的运用多种模式进行分析决策，通俗来说，也是不管黑猫白猫，赚到钱就是好猫。

最近看了一本书《温情马俊仁》，书中马俊仁所谈解决运动员训练问题的"劈木头理论"非常精彩："要一心想着解决问题，要把你学到的理论、学到的经验，土的洋的中国的外国

㊀ （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第363～364页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，全往你要解决的问题上归堆儿。千万别把遇到的问题硬往你学到的理论上归堆儿。你有可能只学了一种理论，有一种经验，归上去也不一定解决问题。”这一说法核心是邓小平黑猫白猫理论在长跑训练中的活学活用，其本质与芒格的格栅理论提倡的运用多种模式进行分析决策如出一辙，值得一读，所以特别摘录如下：

马俊仁的话刚有所停顿，作者立刻提问：老马，我现在非常关心马俊仁运动训练学。如果我是年轻的田径教练，训练中长跑的，你要对我讲训练学，一上来最大的出发点是什么？

马俊仁看着我：出发点？

作者说：就是马俊仁运动学开门见山第一句话是什么？第一个要点是什么？怎么就能学到马俊仁的那套训练学？为了让我们年轻教练不绕圈不走弯路，你一开口就直截了当讲。

马俊仁站起身在屋里走了几个来回：马俊仁运动学第一要领？

窗外传来响声，马俊仁拉门一看，有人正在院子里劈木头。

他抬手一指：我要讲的第一个要点，就是劈木头理论。

马俊仁领我们几人出门来到院子里。

一个小伙子正用斧子要将几根胳膊粗细二尺来长的木头竖着劈成条。

马俊仁说：你们文人会不会劈木头？你们谁拿起斧子试试，劈完了我讲。

一位朋友上去一手扶着木头在地上立住，另一手掂了掂斧头试了试朝木头劈去。毕竟没多干过，准头儿差些，最后劈来劈去总算是劈着了，再接连几下，从上到下劈开。马俊仁摆摆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手：你们文人干这还真不行。他上去左手扶住木头，右手掂了掂斧子，稍稍试了一下，抡起来第一下就将木头劈开了。我们为了给他鼓兴头，颇赞道了一番。

马俊仁撂下斧头回到屋里，说：劈木头应该怎么劈？

作者没有接话，等待马俊仁自问自答。

马俊仁说：劈木头，首先就是眼睛要盯准了木头那个小截面，也就是你要落斧头的地方，再一个，你心里肯定要想着斧头的斧刃。说着，他比画着一手扶木头一手举斧子的样子，你要想的是斧刃直接落在木头上，别想别的，一下就劈准了。可是你要想得多了，什么从腰部发力，再到肩膀，肩膀又连着大臂，大臂又连着小臂，小臂下边又有手腕，一直到五指握住斧把儿，再从斧把儿到斧头，从斧头到斧刃，你要把这个都想一遍，然后再计算计算这斧刃到得了到不了木头，肯定就劈不准了。

作者笑了：这个比喻不错。

马俊仁说：理论要学，别人的方法要看要学，别人的说法要听要学，可是真正到了你要劈木头训练运动员了，就是一个目的，木头落斧头的地方，那是受力处，再一个，就是你的斧刃，这是你的直接用力处，就这样直截了当。千万别搞繁琐哲学，要不就成傻子了。

作者说：这是马俊仁风格的训练学第一要领，就是突出问题，以解决问题为宗旨。

马俊仁说：对。要一心想着解决问题，要把你学到的理论、学到的经验，土的洋的中国的外国的，全往你要解决的问题上归堆儿。千万别把遇到的问题硬往你学到的理论上归堆儿。你有可能只学了一种理论，有一种经验，归上去也不一定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解决问题。问题就像病人生病，疑难病不好治，就要会诊，就要中西医一块儿上，就要洋方子土方子正方子偏方子全用。就像我得风湿性心脏病，连烙火炕拔火罐都用上了。解决问题，把天南海北的理论方法往问题上归，用得上哪个就是哪个。换句话说，就是不论白猫黑猫抓住老鼠就是好猫。要黑猫白猫洋猫土猫养起来都奔老鼠去。千万别繁琐哲学，弄个白猫理论在手里玩半天，或者弄个黑猫理论在手里玩半天，见到老鼠扑不上去。

作者注意到马俊仁不止一次反对繁琐哲学。

中国近几十年来，由于历史的原因，也是颇盛产繁琐哲学教条主义的。五十年代照搬苏联那一套不用说，中国自己土生土长的教条主义也不少，政治领域、经济领域、文化艺术领域、学术领域司空见惯。中国二十多年的改革，就是靠不管白猫黑猫抓住老鼠就是好猫这样的实践哲学，摸着石头过河闯开了思想僵化的禁锢。

马俊仁的劈木头理论，再一次生动注释了可贵的“猫论”。

作者说：你刚才讲的劈木头理论，概括起来四点。第一是突出问题；第二是集中力量寻求解决问题的方法；第三是为寻找解决问题的方法，将所有的理论和经验往一处归；第四，不管什么方法，只要能解决问题就是好方法。

马俊仁兴之所至，又来了一个比喻：这就好比上火车站排队买票，那边是售票窗口，这边排着很长的队。你要没急事照排就是了。可现在你母亲在家病危，你就要直奔售票窗口，一边往前插队一边求爷爷告奶奶，用上一切办法。你的目的是买到票，要直奔目的地去，千万别罗嗦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者并不认为马俊仁这个比喻比劈木头理论有更新的意义。

但这段话无疑很能表露马俊仁的风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上当我们持有杰出经理人管理的优秀企业的股票时，我们最喜欢的持有期限是永远。许多投资人在公司表现良好时急着想要卖出股票以兑现盈利，却紧紧抱着那些业绩令人失望的公司股票不放手，我们的做法与他们恰恰相反。彼得·林奇曾恰如其分地形容这种行为是“铲除鲜花却浇灌野草”。

——巴菲特

第6章

持股原则：长期持有

如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟。

——巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现代投资组合理论根据一只股票价格波动情况来衡量其风险收益情况，并以此为依据来决定继续持有还是卖出，以保证整个投资组合的合理风险程度和预期收益率水平。许多共同基金以电脑程序来自动管理投资组合，根据程序运算结果自动决定卖出还是持有，因此大多数基金保持很高的周转率。

巴菲特则是采用完全不同的投资组合管理方式，他愿意永久持有那些优秀企业的股票。他是以永久婚姻的态度来持股。“投资的一切在于，在适当的时机挑选好的股票之后，只要它们的情况良好就一直持有”[一] “我们认为放弃对一家既能够理解又能持续保持卓越的企业的持股常常是一件大蠢事。对这种优秀企业的持股非常难以替代。”[二]

巴菲特之所以强调长期持有，除了前面在市场原则分析中指出的市场长期来说是称重机，只有经过较长的时期股票价格才逐步向价值回归的原因之外，还包括以下两个原因：长期持有通过复利的巨大作用将使投资收益率的微小差异形成最终巨大的财富积累差异，并且由于资本利得税缴纳时间大大延迟而使税后收益最大化；长期持有将导致交易次数大大减少而使交易成本大大降低。

但并不是所有的股票都要长期持有，事实上只有极少的股票值得长期持有。巴菲特决定是否长期持有的惟一标准是公司价值增值能力，他在伯克希尔 1987 年年报中指出：“我们愿意无限期地持股，只要我们预期这家公司的内在价值能以令人满

㊀ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第 131 页。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1993.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意的速度增加”。

表6-1　巴菲特1977～2003年长期投资3年以上的股票一览表

公司	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	投资收益率
The Washington Post Company	30	1 727 765	11.000	1 367.000	12 327.27%
The Walt Disney Company	21	51 202 242	281.000	1 536.000	446.62%
GEICO Corp.	19	34 250 000	45.700	2 393.200	5 136.76%
The Coca-Cola Company	16	200 000 000	1 299.000	10 150.000	681.37%
Wells Fargo & Company	14	56 448 380	463.000	3 324.000	617.93%
The Gillette Company	13	96 000 000	600.000	3 526.000	487.67%
Freddie Mac	12	59 559 300	294.000	2 803.000	853.40%
American Express Company	10	151 610 700	1 470.000	7 312.000	397.41%
Handy & Harman	8	2 379 200	27.318	46.989	72.01%
Interpublic Group of Companies, Inc.	8	818 872	2.570	28.149	995.29%
Ogilvy & Mather International	7	250 400	2.580	12.833	397.40%
Affiliated Publications, Inc.	7	1 036 461	3.516	55.710	1 484.47%
General Foods Corporation	6	4 047 191	149.870	226.137	50.89%
Media General	5	197 200	3.191	11.191	250.71%
R. J. Reynolds Industries, Inc.	4	5 618 661	268.918	314.334	16.89%
Time, Inc.	4	847 788	20.385	52.669	158.37%
SAFECO Corporation	4	785 225	21.329	31.016	45.42%
Kaiser Aluminum & Chemical Corp.	4	1 211 834	20.629	27.569	33.64%
Guinness PLC	3	38 335 000	333.019	270.822	-18.68%
H&R Block, Inc	3	14 610 900	227.000	809.000	256.39%
Moody's Corporation	3	24 000 000	499.000	1 453.000	191.18%
合计	201	744 937 119	6 043.025	35 750.619	24 882.41%
年平均	9.57	35 473 196	287.763	1 702.410	1 184.88%

资料来源：伯克希尔公司2003年年报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.1 长期持有与短期持有的税后复利收益比较

对于投资者来说，一时的暴利并不代表他在长期（数年甚至数十年）内的盈利，经常的微利却可以转化成长期内的巨大盈利。决定长期盈利的因素中，再没有比复利更重要的因素了。

爱因斯坦说："人们所知道的最大奇迹是什么？是复利。""复利是世界第八大奇迹。"

富兰克林说："……复利这块神奇的石头能够把铅变成金子的……，记住，金钱是会增值的，钱能生钱，钱能生更多的钱。"

巴菲特的长期合作伙伴芒格感叹到："如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓"。

1962 年在巴菲特合伙公司的年报中，巴菲特推算了 1492 年西班牙女王如果不支持哥伦布航海而将 3 万美元以复利进行投资的话，170 年后到 1962 年收益将高达 2 万亿美元，这个结果让我们对复利的力量大吃一惊。

投资具有长期持续竞争优势的卓越企业，投资者所需要做的只是长期持有，耐心等待股价随着公司成长而上涨。具有持续竞争优势的企业具有超额价值创造能力，其内在价值将持续稳定地增加，相应其股价也将逐步上升。在长期投资中，没有任何因素比时间更具有影响力。随着时间的延续，复利的力量将发挥巨大的作用，为投资者实现巨额的税后收益。

复利的力量取得于两个因素：时间的长短和回报率的高低。两个因素的不同使复利带来的价值增值也有很大不同：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）时间的长短将对最终的价值数量产生巨大的影响，时间越长，复利产生的价值增值越多。（2）回报率对最终的价值数量有巨大的杠杆作用，回报率的微小差异将使长期价值产生巨大的差异。以6%年回报率计算，最初的1美元经过30年后将增值为5.74美元。以10%年回报率计算，最初的1美元经过同样的30年后将增值为17.45美元。4%的微小回报率差异，却使最终价值差异高达3倍。

巴菲特则对10%与20%的复利收益率造成的巨大收益差别进行了分析："1 000美元的投资，收益率为10%，45年后将增值到72 800美元，而同样的1 000美元在收益率为20%时经过同样的45年将增值到3 675 252美元。上述两个数字的差别让我感到非常惊奇，这么巨大的差别，足以激起任何一个人的好奇心。"

请注意，自从巴菲特1965年开始管理伯克希尔公司至今，39年来伯克希尔复利净资产收益率为22%。也就是说巴菲特把每1万美元都增值到了2 593.85万美元。

1994年10月10日巴菲特在内布拉斯加大学的演讲中对复利作了一个有趣的比喻："复利有点像从山上往下滚雪球。最开始时雪球很小，但是往下滚的时间足够长（从我买入第一只股票至今，我的山坡有53年时间之久），而且雪球粘得适当紧，最后雪球会很大很大"。

长期持有具有持续竞争优势的企业股票，将给价值投资者带来巨大的财富。其关键在于投资者未兑现的企业股票收益通过过复利产生了巨大的长期增值，同时由于其未兑现收益而推迟缴纳的资本利得税产生了巨大的节税效益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在一封写给合伙人的信中说："手段与目的绝不能混淆，目的只能是税后的复利收益率最大化"。㊀

巴菲特多次强调投资的长期目标是税后复利收益最大化："我们只是持续不断地从不同的投资方式中寻找用数学期望值计算后税后收益最大的方式，且仅限于我们自认为了解的投资方式，我们的标准不是追求短期的账面盈利最大化，我们的目标是追求长期的净资产值最大化"。㊁

巴菲特之所以采取长期持有的一个重要原因，是为了尽可能减少缴纳资本利得税，使税后长期收益最大化。几乎所有的投资者都要缴纳资本利得税（Capital gains taxes）。但资本利得税只有在你出售股票并且卖出的价格超过你过去买入的价格时才需要缴纳。因此是否缴纳资本利得税对于投资者来说是可以选择的。投资者既可以选择卖出股票并对获得利润部分缴纳资本利得税，也可以选择不卖出股票从而不缴税。由于存在资本税收，所以投资者在投资中需要将税收考虑在成本之内，追求税后收益的最大化。

6.1.1 递延税对长期持有与短期持有的不同影响

巴菲特在伯克希尔 1989 年年报中对长期投资由于递延税收而产生的巨大收益进行了详细解释：

"大家可以从资产负债表上看到，如果年底我们一口气将

㊀ （美）蒂默西·韦克著：《巴菲特怎样选择成长股》，中国财政经济出版社，2002 年，第 39 页。

㊁ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

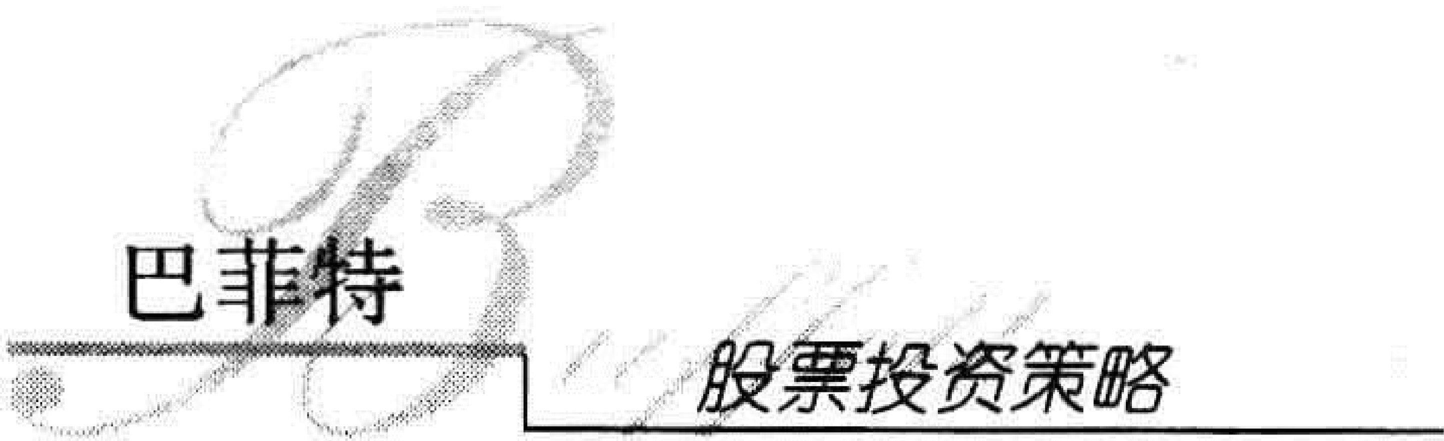
所有的有价证券按市价全部出售，那么我们需要支付的资本利得税将高达11亿美元，但这11亿的负债真的就跟年末后15天内要付给厂商的货款完全相同或类似吗？很显然并非如此，尽管这两个项目对经审计的资产净值的影响是相同的，都使其减少了11亿美元。”

“另一方面，由于我们很大程度上根本没有抛售股票的打算，政府就没有办法征收所得税，那么递延所得税的负债项目是不是毫无意义的会计虚构呢？很显然答案也不是。”

“用经济术语来讲，这种资本利得税负债就好像是美国财政部借给我们的无息贷款，而且到期日由我们自己来选择（当然除非国会更改为在实现之前就征税），这种“贷款”还有另外一些很奇怪的特点：它只能被用来购买个别股价不断上涨的股票，而且贷款规模会随着市场价格的每天波动而上下波动，有时也会因为税率变动而变动，事实上这种递延所得税负债有些类似于一笔非常庞大的资产转让税，只有在我们选择从一种资产转向另一种资产时才需要缴纳。实际上我们在1989年出售了一小部分持股，结果对于产生的2.24亿美元的利润需要缴纳7 600万美元的‘转让’税。”

“由于税法运作的方式，我们偏爱Rip Van Winkle昏睡百年式的投资风格，如果成功的话，在数学上相对于更加疯狂的短线交易来说具有很大的优势。让我们来看一个很极端的例子。让我们想像一下，伯克希尔只有1美元可用来进行证券投资，但它每年却有1倍的收益，然后我们在每年年底卖出。进一步想像在随后的19年内我们运用税后收益重复进行投资。由于每次出售股票时我们都需要缴纳34%的资本利得税，那么在20年后，我们总共要缴纳给政府13 000美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而我们自己还可以赚到25 250美元，看起来还不错。然而要是我们进行了一项梦幻投资，在20年内翻了20倍，我们投入的1美元将会增至1 048 576美元。当我们将投资变现时，根据34%的税率缴纳约356 500美元的资本利得税之后，还能赚到692 000美元。之所以会有如此大的投资结果差异，惟一的原因就是纳税的时机不同。有意思的是政府第二种情形下得到的税收与第一种情形下相比约为27∶1，与我们在两种情形下的利润比例完全相同，当然政府必须花费更多的时间等待这笔税金。”

6.1.2 相同税率、不同周转率下的投资税后收益比较

尽管中国目前对股票投资并不征收资本利得税，但其实目前的印花税在一定程度上代替了资本利得税的部分功能。从我国证券市场的长远发展来看，以资本利得税代替证券交易印花税，是大势所趋。因为免征印花税、改征资本利得税，是全球证券交易税制演变的趋势。显然目前我国不具备开征资本利得税的基础，但从长远看，随着证券市场结构逐步完善、投资行为日趋理性化、税收征管水平的提高，资本利得税很可能出现在我们身边。因此为了我们未来取得更好的税后投资收益，我们必须考虑资本利得税的巨大影响。

为了更清楚地说明税后收益最大化的极端重要性，我们来对不同年投资收益率下的税前和税后回报进行比较。我们假设每年投资收益率分别是10%和15%，持有期限从1年到20年。参考有关资本税收政策，我们假定投资者综合的长期资本利得税率为33%。股票周转率分别为0%、5%、10%、30%、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

60%、85%、100%。

- 0%的周转率：投资者从不卖出股票，因此不需要缴税，税前与税后收益是相同的。
- 5%的周转率：投资者每年卖出占总投资额5%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。5%的周转率意味着平均持有期限为20年，只有很少的基金经理能够保持如此低的周转率。只有那些完全复制标准普尔500指数的指数基金才能做到。
- 10%的周转率：投资者每年卖出占总投资额10%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。10%的周转率意味着平均持有期限为10年。
- 30%的周转率：投资者每年卖出占总投资额30%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。30%的周转率意味着平均持有期限为3.3年。
- 50%的周转率：投资者每年卖出占总投资额50%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。50%的周转率意味着平均持有期限为2年。
- 85%的周转率：投资者每年卖出占总投资额85%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。85%的周转率意味着平均持有期限为1年2个月。根据晨星（Morningstar）的统计，基金公司管理的共同基金每年周转率平均为85%。
- 100%的周转率：投资者每年卖出占总投资额100%的股票，并将税后收益重新投资于其他股票。100%的周转率意味着平均持有期限为1年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-2　不同周转率下股票投资 20 年的总投资收益率比较

周转率	投资成本/万美元	总市值税后/万美元	税后投资收益率（%）	税后投资收益倍数
0%	100	3 833.76	3 733.76	37.34
5%	100	3 068.79	2 968.79	29.69
10%	100	2 577.57	2 477.57	24.78
30%	100	1 737.68	1 637.68	16.38
50%	100	1 464.03	1 364.03	13.64
85%	100	1 277.77	1 177.77	11.78
100%	100	1 236.69	1 136.69	11.37

以上计算结果表明，不同的周转率下，投资者卖出股票的缴税金额不同，这将对投资者长期的税后财富积累有巨大的影响。周转率越低，投资者缴税越少，他能够利用推迟缴税的资金进行再投资并增加新的财富。对于任何投资者来说，在一定的投资收益率下，周转率越低，最终的税后财富积累越多。

6.2　长期持有与短期持有的交易成本比较

对于长期持有来说，很少的交易使佣金等交易成本在投资总额中所占的比重很少。而短期持有频繁买进卖出，佣金等交易成本累积起来将在投资总额中占较大的比重，从而会减少投资收益。投资者交易次数越多，他所需要支付的佣金也就越多。如果投资者想获得超过市场平均水平的超额收益，他每笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的收益都应当比市场平均水平还要高出几个百分点，以弥补交易成本。

比如，如果你想超过市场平均收益率8%，而预期市场平均收益率为10%，同时，由于每笔投资的佣金和交易费用平均占交易金额的2%以上。那么你每笔投资收益率要达到20%以上。

查尔斯·埃里斯的研究证明了股市中的一个规律：交易次数越频繁，投资收益越少。他提出了以下一个简单的公式以说明周转率（交易频率）对投资收益率的影响。

投资需要达到的收益率水平＝

$$\frac{(\text{周转率}\times 2X)+Y+(Z\times\text{市场平均收益率水平})}{\text{市场平均收益率水平}}$$

其中：

X＝包含买卖价差在内的佣金成本平均值

Y＝基金管理与托管费

Z＝基金经理人希望达到的收益率水平

该公式表明，资金周转率超过200%的投资者，除非其每笔交易都高出市场平均收益率几个百分点以上，否则他不可能达到股市平均收益水平。

1998年加州大学戴维斯分校的教授Terrance Odean和Brad Barber的研究进一步证明了频繁交易将导致投资收益率水平的大幅降低。他们分析了1990～1996年12月31日6年内的78 000个家庭的股票交易记录。这些家庭平均的年收益率达到了17.7%，稍稍高出市场17.1%平均收益率水平。然而扣除佣金后，净投资收益率水平为15.6%，比市场平均水平低1.5%。他们对每年家庭不同投资组合周转率下净收益率进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了比较，发现随着交易次数的增加，收益率将会进一步降低。交易最频繁的20%家庭的年净收益只有10.0%，而交易次数最少的家庭年平均收益率则高达18.5%。如果以复利计算，经过10年、20年后，这种收益率的微小差别将对投资者的财富造成巨大的差别。他们的研究结论是：过度自信会导致过度交易。投资组合并不能解释投资收益率的差异，只有频繁交易造成的交易成本增加能够合理解释这些家庭差异很大的投资收益率水平。

巴菲特在伯克希尔1983年年报中详细地讨论了股票频繁交易带来的巨额的交易成本以及股东财富的惊人损失：

"股票市场的讽刺之一是强调交易的活跃性（activity）。使用"交易性"（marketability）和"流动性"（liquidity）这种名词的经纪商对那些成交量很大的公司赞不绝口（这些不能填满你口袋的经纪商很有信心能够填满你的耳朵）。但是投资者必须明白，对在赌桌旁负责兑付筹码的人来说的好事，对客户来说未必是好事。一个过度活跃的股票市场其实是企业的窃贼。"

"例如，请你考虑一家净资产收益率是12%的典型公司。假定，其股票换手率每年高达100%，每次买入和卖出的手续费为1%（对于低价位公司来说手续费要高得多），股票以账面价值买卖一次股票，那么我们所假设的这家公司股东们总体上要支付公司当年资产净值的2%作为股票交易的成本。这种股票交易活动对企业的盈利毫无意义，而且对股东来说意味着公司盈利的1/6通过交易的"摩擦"成本消耗掉了。（而且这个计算还未包括期权交易，它会使摩擦成本更大。）"

"所有这些交易形成了一场代价相当昂贵的听音乐抢椅子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

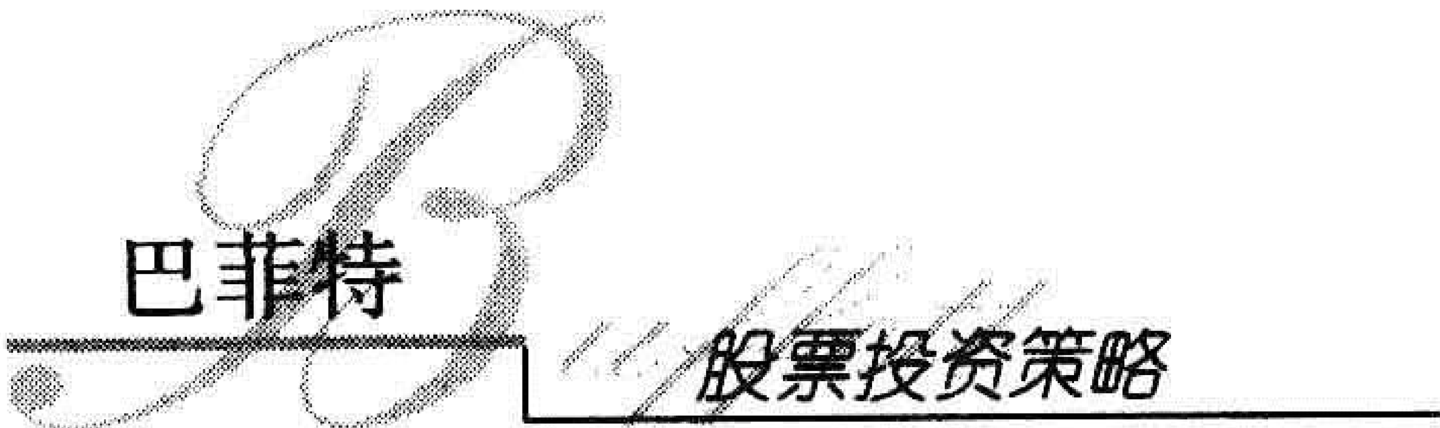
游戏。如果一家政府机构要对公司或者投资者的盈利征收16.66%的新增税收，你能想像这会导致公司和投资者的疯狂般的痛苦反应吗？通过市场过度活跃的交易行为，投资者付出的交易成本相当于他们自己对自己征收了这种重税。”

“市场日成交量1亿股的（如果把场外交易也算在内，那么这种成交量在今天已经是非常低了）交易日对股东来说不是福音，而是诅咒，因为这意味着，相对于日成交量5 000万股的交易日，股东们为变换座椅要支付两倍的手续费。如果日成交量1亿股的状况持续1年，而且每次买进卖出的平均成本是每股15美分，那么对于投资者来说，座椅变换税总计约75亿美元，大致相当于财富500强中最大的4家公司埃克森石油公司（Exxon）、通用汽车公司（General Motors）、美孚石油公司（Mobile）和德士古石油公司（Taxaco）1982年的利润总和。”

“1982年底，这些公司总计有750亿美元的净资产，而且它们的净资产和净利润占整个财富500强的12%以上。在我们前面的假设情况中，投资者仅仅是为了满足他们对“突然改变财务立场”的爱好，每年总计要从这些惊人的资产总值中消耗掉这些资产创造的全部利润。而且，每年为座椅变换的投资建议支付的资产管理费用总计为20亿美元，相当于投资者前五大银行集团（花旗银行（Citicorp）、美洲银行（Bank America）、大通·曼哈顿银行（Chase Manhattan）、汉华银行（Manufacturers Hanover）和J. P. 摩根银行（J. P. Morgan）的全部利润。这些昂贵的过度行为可以决定谁能吃到馅饼，但它们不能做大馅饼。”

“我们当然知道所谓做大蛋糕的观点，这种观点认为交易活动可以提高资产配置过程中的理性。我们认为这个观点貌似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



正确其实则不然，总体而言，过分活跃的股票市场无形中损害了理性的资产配置，而且使馅饼收缩变小了。亚当·斯密曾认为，在一个自由市场中的所有并非共同协调的行动，会被一只无形的手，引导经济取得最大的增长；我们的观点是，赌场式的市场以及一触即发的投资管理人员，就像一只看不见的脚绊倒并减缓了经济增长的步伐。”

6.3 长期持有的投资决策分析

在投资界，没有人比巴菲特更以长期投资而闻名，也没有人比巴菲特更喜欢长期持有自己喜欢的企业股票。

“我最喜欢持有一只股票的时间是：永远”。㊀

“我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们希望与企业终生相伴”。㊁

“考虑到我们庞大的资金规模，我和查理还没有聪明到通过频繁买进卖出来取得非凡投资业绩的程度。我们也并不认为其他人能够这样像蜜蜂一样从一朵小花飞到另一朵小花来取得长期的投资成功。我认为把这种频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验一夜情的人称为浪漫主义者一样荒谬”。㊂

“我们长期持有的行为表明了我们的观点：股票市场的作

㊀ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第169页。

㊁ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第168页。

㊂ Warren Buffett：the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用是一个重新配置资源的中心，资金通过这个中心从频繁交易的投资者流向耐心持有的长期投资者”。[㊀]

但巴菲特并不是将所有买入的股票都要长期持有，事实上他认为只有极少的股票值得长期持有。

巴菲特曾经买入过数十只股票，其中大部分持有期限长达数年，也有一些股票持有时间较短，但只有可口可乐、GEICO、华盛顿邮报、吉列等少数几只股票自买入后一直持有长达10多年甚至20多年。

只有很少的公司能够使巴菲特非常确信值得长期投资，而一旦他能够以合理的价格买入杰出经理人管理的优秀企业的股票时，他最喜欢的持有期限是永远。

“投资股票很简单。你所需要做的，就是以低于其内在价值的价格买入一家大企业的股票，同时确信这家企业拥有最正直和最能干的管理层。然后，你永远持有这些股票就可以了”。[㊁]

在决定是否长期持有的问题上，大多数人采用股价上涨或下跌的幅度作为判断持有或卖出股票的标准。而巴菲特却并非如此，他关注的惟一标准是公司的长期价值增值能力。

“对于那些投资数额较大的股票，其中大多数我们都持有了很多年份。我们的投资决策取决于企业在那一时期的经营绩效，而不是那个时期的市场价格。在能够拥有整个公司的时候，过度关注短期收益就是极其愚蠢的。同样，我们认为，在

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

㊁ Kilpatrick, Andrew: Of Permanent Value : The Story of Warren Buffett Birmingham, Alabama: AKPE, 1994. Page 568.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买入一家公司的一小部分权益（如可流通的普通股）的时候，却被短期投资的预期收益所迷惑，也是不明智的”。㊀

“每当查理和我为伯克希尔下属的保险公司购买普通股的时候，我们像在购买一家私营公司那样着手整个交易。我们考察企业的经营前景，负责运作公司的管理层，以及我们必须支付的价格。我们根本不考虑在什么时候或以什么价格出售。实际上，我们愿意无限期地持股，只要我们预期这家公司的内在价值能以令人满意的速度增加”。㊁

作为一名投资者，你的目标应当仅仅是以理性的价格买入你很容易就能够理解其业务的一家公司的部分股权，而且你可以确定在从现在开始的五年、十年、二十年内，这家公司的收益实际上肯定可以大幅度增长。在相当长的时间里，你会发现只有少数几家公司符合这些标准，所以一旦你看到一家符合以上标准的公司，你就应当买进相当数量的股票。你还必须忍受那些使你偏离以上投资原则的诱惑：如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟。把那些总体盈利会在未来几年中不断增长的公司股票聚集成一个投资组合，那么，这个组合的市场价值也将会不断增加。㊂

“最近十年来实在很难找得到能够同时符合我们关于价格与价值比较的质与量的标准的股票投资目标。尽管我们发现什么事都不做才是最困难的一件事，我们还是尽量避免降格以

㊀ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第168页。

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1987.

㊂ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



求。（有一位英国政治家将该国十九世纪的伟大成功归功于其无为而治的政策，但这种战略对于历史学家可以轻易地进行评论，对于当事人却很难做到。）"㊀

"查理跟我现在对于股票退避三舍的态度，并非与生俱来的。我们热爱拥有股票，当然是如果可以以具有吸引力的价格买入的话。在我61年的投资生涯中，其中约有50年中都有这样的机会出现。今后也一定会有很多类似的好年份。但是，除非我们发现至少可以获得10%的税前收益率（却缴纳企业所得税后6.5%～7%的收益率）的概率非常高时，否则我们宁可闲坐在一边观望。短期资金不到1%的税后收益率当然不会给闲坐一边的我们带来什么快乐。但是一时间的成功投资却要求长时间的耐心。"㊁

既然巴菲特决定长期持有还是卖出的惟一标准是公司价值增值能力的高低，那么衡量公司价值增值能力的方法是什么呢？巴菲特认为最佳方式是透明盈利（"Look-Through" Earnings）：㊂

"透明盈利由以下3部分组成：①报告营业利润，加上②主要被投资公司的留存收益（按一般公认会计原则这部分未反映在公司利润里面），扣除③如果这些留存收益分配给时本应该缴纳的税款。为计算透明盈利，投资人应该确定投资组合中每只股票相应的可分配收益，然后进行加总。每个投资人的

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1984.

㊁ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 2002.

㊂ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1990.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标，应该是要建立一个投资组合（类似于一家投资公司），这个组合在从现在开始的十年左右将为他带来最高的预计透明盈利。这样的方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，这种长期的思考角度有助于改善其投资绩效。当然无可否认就长期而言，投资决策的计分板还是股票市值。但股价将取决于公司未来的获利能力。投资就像是打棒球一样，想要得分大家必须将注意力集中到球场上，而不是紧盯着计分板”。

如果企业的盈利能力短期发生暂时性变化，但并不影响其长期盈利能力，那么巴菲特将继续长期持有。但如果公司长期盈利能力发生根本性变化，巴菲特就会毫无迟疑地卖出。可见，公司价值增值能力的变化趋势是判断持有还是卖出的最关键因素。巴菲特认为，除了公司价值增值能力以外，其他因素如宏观经济、利率、分析师评级等等，都无关紧要。

“我们深感不活跃是理智、聪明的投资行为。即使预测联邦储备委员会将小幅调整贴现率，或是华尔街那些专家完全改变了他们对股市前景的看法，我们和大多数企业经理人都不会幻想仅仅因为这些原因就把旗下盈利能力很高的子公司买来卖去。那么，为什么我们非得对我们在优秀企业中的少数股票进行完全不同的处置？投资上市公司股票的成功秘诀与并购子公司没有什么不同。在这两种情况下，都是希望能够以合理的价格取得拥有绝佳经济状况与德才兼备的管理层。而在此之后，你需要做的只是监控这些特质是否还在继续保持”。[1]

---

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1996.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特这种作风最典型的例子是他对曾经公开声明永久持有的股票大都会/ABC公司，在该公司盈利能力发生重大变化后，他将其全部出售。巴菲特在伯克希尔1986年年报公开声明，希望永久地保留三种主要持股：大都会/ABC公司（Capital Cities/ABC, Inc）、GEICO、华盛顿邮报。但到在迪斯尼收购了ABC之后，公司的巨大规模也拖了发展的后腿，巴菲特从1998年开始减持，1999年几乎把持有的迪斯尼股票都出售了。

但是他对于可口可乐公司的盈利持续下降却有不同的观点。1997年，可口可乐公司股票资产的回报高达56.6%，1998年下滑到42%，而1999年则下滑到35%。尽管如此，巴菲特在伯克希尔1999年报中指出："我们仍然相信可口可乐等我们大量持有股票的公司拥有相当强大的竞争优势，可使其继续稳定经营下去，这种可以让长期投资有不错回报的特点，是查理跟我还有点自信可以分辨得出的地方。股价上涨或下跌不是判断持有还是卖出的标准"。巴菲特继续坚决持有可口可乐公司股票。他与董事会解雇了可口可乐原CEO艾维思特，聘任达夫为新CEO。果然可口可乐不久就重振雄风。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

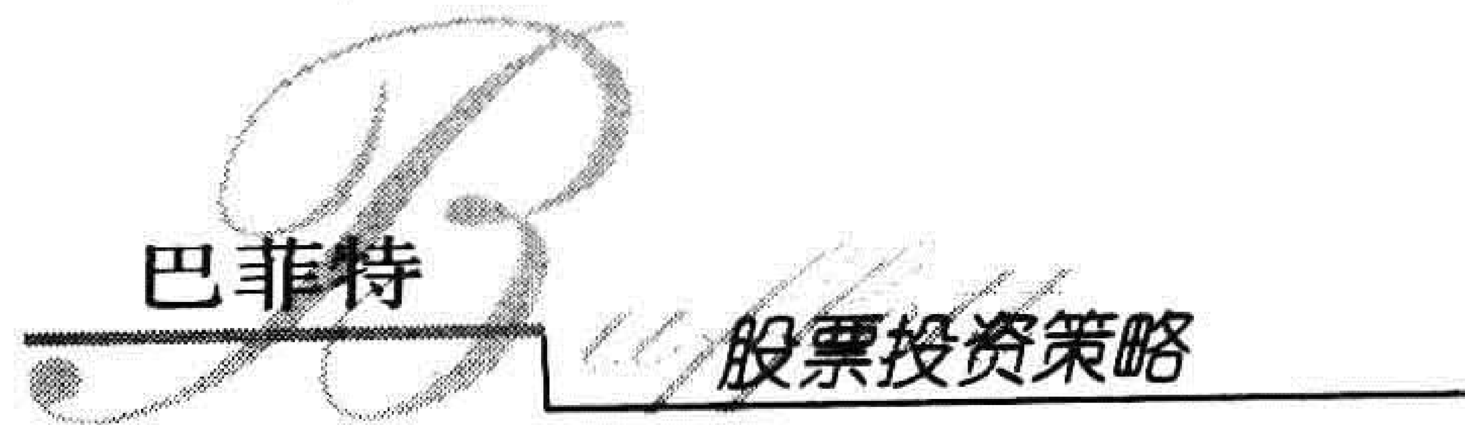
第7章

四大经典案例

大公司的定义：那些在25年或30年后仍然能够保持其大公司地位的公司。

——巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们前面总结归纳了巴菲特长期价值投资策略的基本原则，并探索了应用这些原则的操作技术，那么巴菲特本人是不是像他所说的、我们所总结归纳的6个原则那样进行投资操作的呢?

回答这一问题的最简单有效的办法，就是对他最经典的投资案例进行回顾和分析。

无疑我们的分析中有许多是事后诸葛亮式的，但从巴菲特的成功案例分析中，我们可以更进一步深入体会和认识我们前面所总结的6个基本原则，有助于我们在自己的投资实践更好地学习巴菲特运用这些基本原则。

我们重点分析以下4个巴菲特最经典的股票长期投资案例：

可口可乐：投资13亿美元，至2003年底已持有15年，盈利88亿美元，增值6.8倍

GEICO：投资4571万美元，到2003年底持有20年，盈利23亿美元，增值50倍

吉列公司：投资6亿美元，至2003年底持有14年，盈利29亿美元，增值近5倍

华盛顿邮报：投资1 000万美元，至2003年底已持有30年，盈利12亿美元，增值128倍

7.1 可口可乐：盈利88亿美元，增值6.8倍

可口可乐是全世界最好的大公司。

——巴菲特

巴菲特1988~1989年间分批买入可口可乐公司股票2 335万股，投资10.23亿美元。1994年继续增持，总投资达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.99 亿美元。他在伯克希尔 1991 年年报中高兴地说："三年前当我们大笔买入可口可乐股票的时候，伯克希尔公司的净值大约是 34 亿美元，但是现在光是我们持有可口可乐的股票市值就超过这个数字"。可口可乐是巴菲特最成功的投资，比他自己想像的还要成功。2003 年底巴菲特持有可口可乐的股票市值为 101.50 亿美元，15 年间增长了 681%。仅仅在可口可乐一只股票上的投资，就为巴菲特赚取了 88.51 亿美元，这是使巴菲特成为世界第二首富的重要因素之一。

7.1.1 巴菲特对可口可乐公司持续竞争优势分析

传统稳定的产业

软饮料是世界上规模最大的产业之一。产业的特点是大规模生产、高边际利润、高现金流、低资本要求以及高回报率。

可口可乐公司对软饮料产业的前景充满乐观，在它们的 1995 年年报中对公司业务前景描述如下：

"我们开发最少的市场是什么？是人本身。人们一整天里可以什么都不吃，但是这个星球上 57 亿人口中的每一个人却必须消耗 64 盎司的饮料才能生存。而我们目前只提供了其中不到 2 盎司的数量。"

可口可乐公司在国际市场的销售增长很快，目前 70% 的销售额和 80% 的利润来自于国际市场。而且国际市场的增长潜力仍然很大。美国人均可乐年消费量为 395 瓶，而全球范围内人均可乐消费只有 64 瓶。这一巨大的差距代表着可口可乐在全球饮料市场继续增长的巨大潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



简单易懂的业务

可口可乐公司业务非常简单易懂。公司买入原料，制成浓缩液，再销售给装瓶商。由装瓶商把浓缩液与其他成分调配在一起，再将最终制成的可口可乐饮料卖给零售商，包括超市、便利店、自动售货机、酒吧等。

独特资源

在全球最著名的5种碳酸饮料中，公司独揽4种品牌：可口可乐、雪碧、芬达、Tab。

公司最重要的资产在于其品牌，可口可乐已经成为全球最被广泛认同、最受尊重的著名品牌。可口可乐已经成为美国文化的象征。巴菲特称可口可乐为世界上最有价值的品牌。据评估，可口可乐品牌价值400多亿美元。

可口可乐公司1995年年度报告中宣称："如果我们的公司被彻底摧毁，我们马上就可以凭借我们品牌的力量贷款重建整个公司。"

可口可乐公司拥有无与伦比的全球生产和销售系统。公司投入巨资在世界各地建立瓶装厂，可口可乐公司向全球近200个国家约1 000家加盟瓶装厂商提供其糖浆和浓缩液，形成了很大的规模优势，巩固了公司低成本软饮料生产商的地位。1989年可口可乐公司年报中说："在20世纪20年代，可口可乐公司开始转型，成为一家全球性企业。60多年来，我们已经投入大量资金，建立起了广泛的商业渠道。目前我们公司的重置成本就高达1 000亿美元。"

可口可乐主导着美国的软饮料市场。可口可乐是许多大型快餐连锁店的首选饮料供应商，包括麦当劳、温迪、伯格金、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比萨店等。哪里有麦当劳，哪里就有可口可乐。哪里有超市和便利店，哪里就有可口可乐。可口可乐自动售货机遍布美国和欧洲。

无可争议的产业领导地位

可口可乐占了全球软饮料行业的一半以上的市场份额。如今可口可乐公司每天向全世界60亿人出售10亿多罐的可口可乐。巴菲特管理的伯克希尔公司拥有可口可乐公司8%的股份，这使他每天可以获得其中1亿罐的销售利润。

巴菲特1993年在《Fortune》杂志上把可口可乐评价为世界上最好的大公司："如果你在一生中偶然有了一个关于公司的好想法，你是幸运的。基本上可以说，可口可乐是世界上最好的大公司。它以合理的价格销售，受到普遍的欢迎，其消费量几乎每年在每一个国家中都在不断增长。没有任何其他产品能够像它那样受欢迎"。"如果你给我1 000亿美元用以交换可口可乐这种饮料在全球市场上的领先地位，我们把钱还给你，并对你说，这不可能"。[㊀]

高度集中于核心业务

可口可乐高度集中经营其核心业务：软饮料。

自1962年起一起担任公司总裁的保罗·奥斯汀1971年被任命为董事长后，他开始大规模进行多元化经营，如投资于众多与可乐无关的项目中，包括水净化、白酒、养虾、塑料、农场

㊀ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998年，第161页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等，使公司价值创造能力不断下降。在股东的压力下，1980 年奥斯汀被迫辞职，可口可乐公司第一位外籍总裁 Roberto Goizueta 上任。

Roberto Goizueta 提出了公司"80 年代的经营战略"：公司要抛弃掉任何已经不能产生可接受的投资收益率的业务与资产。公司剥离了大部分盈利能力低的非核心业务，包括葡萄酒厂等。Roberto 最大的功劳是推动可口可乐的全球化高速增长。1984 年可口可乐公司的国际市场利润只勉强占总利润的 52%，而 1987 年则增长到 75% 以上。国际市场为可口可乐带来了丰厚的回报。1984～1987 年可口可乐全球销量增长了 34%，国际市场的总利润从 6.66 亿美元增长到了 11.1 亿美元。[㊀]

出众的价值创造能力

在可口可乐每年的年报中，管理层都一再重申："管理的基本目标是使股东价值最大化"。Roberto Goizueta 在公司"80 年代的经营战略"指出：未来 10 年内要继续对股东负责，使他们的投资增值。为了给股东创造高于平均水平的投资收益，就必须找到条件合适、回报率超过通货膨胀率的项目。可口可乐公司的经营战略强调使公司长期现金流最大化。为实现这一目标，可口可乐公司集中投资于高收益的软饮料业务，并不断降低其资本成本。

在 Roberto Goizueta 领导下，可口可乐公司的净收益从 1979 年的 3.91 亿美元增长到 7.86 亿美元，比奥斯汀时期增长

㊀ （美）罗杰·洛文斯坦著：《一个美国资本家的成长——世界首富沃伦·巴菲特传》，海南出版社，1997 年 1 月，第 385 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了1倍。股权投资收益率从1979年的21.4%提高到27.1%。1973~1980年，可口可乐公司股东收益从1.52亿美元增长到2.62亿美元，年均增长8%。1981~1988年，股东收益从2.62亿美元增长到8.28亿美元，年均增长17.8%。1973~1982年销售收入年均增长6.3%，而1983~1992年销售收入年均增长率为31.1%。[㊀]

持续竞争优势

巴菲特在伯克希尔1993年年报中对可口可乐的持续竞争优势表示惊叹："我实在忍不住要再次引用1938年《财富》杂志中的故事：'很难找到一家能与可口可乐的规模相匹敌的公司，也很难找到一家公司像可口可乐那样10年来只销售一种固定不变的产品'。尽管55年来可口可乐公司的产品种类有所扩大，但这句话仍然非常贴切。……就长期而言，可口可乐与吉列所面临的产业风险，要比任何电脑公司或是通信公司小得多，可口可乐占全世界饮料销售量的44%，吉列则拥有60%的刮胡刀市场占有率（以销售额计），除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有哪家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。更重要的，可口可乐与吉列近年来也确实在继续增加他们全球市场的占有率，品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，使得他们拥有超强的竞争力，就像是在他们的经济城堡周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司每天都在没有任何这样保障的情况下浴血奋战"。

㊀ （美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998年1月，第168页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.1.2 巴菲特对可口可乐公司股票投资分析

1988年巴菲特首次买入可口可乐股票时，公司股票的市盈率为15倍，股价与每股现金流比率为12倍，分别比市场平均水平高出30%和50%。巴菲特以5倍于股票账面价值的价格买入。

1988年可口可乐公司的股东收益为8.28亿美元，美国30年国债的到期收益率为9%左右。如果用9%去贴现，那么可口可乐公司的内在价值为92亿美元。但巴菲特购买可口可乐公司股票时，它的市场价值已经达到148亿美元，这说明巴菲特对可口可乐公司的出价可能过高，但他看好的是可口可乐公司非凡的前景。

巴菲特用巨资买入可口可乐公司股票后，在当年的伯克希尔年报中解释到："1988年我们大笔买进联邦家庭贷款抵押公司（Freddie Mac）与可口可乐公司的股票，我们准备长期持有。事实上当我们持有杰出经理人管理的优秀企业的股票时，我们最喜欢的持有期限是永远。许多投资人在公司表现良好时急着想要卖出股票以兑现盈利，却紧紧抱着那些业绩令人失望的公司股票不放手，我们的做法与他们恰恰相反。彼得·林奇曾恰如其分地形容这种行为是'铲除鲜花却浇灌野草'。……我们继续将投资集中在很少几家我们能够完全了解的公司上。只有很少的公司是我们非常确信值得长期投资。因此，当我们发现找到这样的公司时，我们就想持有相当大的份额。我们同意Mae West的观点，好东西当然是多多益善的"。[1]

---

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1988.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据有关资料，应用现金流量贴现估值模型，我们可以大致推测巴菲特在1988年决定大规模投资可口可乐时估值的基本过程如下：

未来现金流增长率预测：在1988后的10年间，以15%的速度增长（前7年其实际增长率为17.8%），到第10年，净现金流为33.49亿美元。从在1988后的第11年起，净现金流增长率降低为5%。

贴现率：以1988年的30年期美国国债收益率9%为标准。

估值结果：

1988年可口可乐公司股票内在价值为483.77亿美元。

即使将前10年的增长率调低为12%，内在价值仍为381.63亿美元。

如果将前10年的增长率调低为10%，内在价值仍为324.97亿美元。

如果干脆假设净现金流增长率以5%的速度持续增长，内在价值仍有207亿美元（8.28亿美元除以（9% ~5%）)，比1988巴菲特买入时的可口可乐股票市值148亿美元要高很多。可口可乐公司内在价值评估见表7-1。

表7-1 可口可乐公司股票内在价值估算

第一阶段：1~10年										
预测期限	10年									
折现率	9%									
期初现金流/百万美元	828									
预测期限内增长率	15%									
预期年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
估计稳定现金流/百万美元	952	1 095	1 259	1 448	1 665	1 915	2 202	2 533	2 913	3 350

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

第一阶段：1～10年										
复利现值系数	0.917 4	0.841 7	0.772 2	0.708 4	0.649 9	0.596 3	0.547 0	0.501 9	0.460 4	0.422 4
每年现金流量现值/百万美元	874	922	972	1 026	1 082	1 142	1 205	1 271	1 341	1 415
第1个10年内现金流量的现值/百万美元	11 250									
第二阶段：10年以后										
10年以后的现金流量现值										
第10年的现金流量/百万美元	3 350									
第10年后现金流量增长率	5%									
第11年的现金流量/百万美元	3 517									
资本化比率	4%									
折现到第10年底的现值/百万美元	87 930									
第10年底的折现率	0.422 4									
10年以后的现金流量现值/百万美元	37 143									
公司股票的内在价值/百万美元	48 393									

数据来源：（美）罗伯特·海格士多姆著，朱武祥，樊勇译：《沃伦·巴菲特之路》清华大学出版社，1998年1月，第316页

买入价格的安全边际

1988年6月，可口可乐公司股票市价约为40美元，巴菲特1988～1989年间分批买入的2 335万股，平均买入价格为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股43.81美元左右，总的成本为10.23亿美元。1992年可口可乐股票拆细后为9 340万股。1994年略有增持达到1亿股，总的买入成本达到12.99亿美元。

巴菲特买入时可口可乐股票总市值为148亿美元，而根据我们前面的计算其价值区间为207亿~488亿美元。即使按估值区间下限计算，巴菲特买入价格的安全边际也有28.5%。

集中投资的组合比重

1989年底，可口可乐股票在伯克希尔公司的普通股投资组合中占35%，这是一个非常高的比重。

长期持有的期限

至2003年底巴菲特持有可口可乐的股份毫无变化，只是拆细为2亿股，总买入成本仍为12.99亿美元，巴菲特长期持有可口可乐股票到2003年已有15年，并且他声称要永远持有下去。

投资收益分析

可口可乐是巴菲特投资规模最大、也是利润最多、最成功的投资。2003年底巴菲特持有可口可乐的股票市值为101.50亿美元，15年间投资增值681%，投资盈利88.51亿美元（见表7-2）。

表7-2 巴菲特投资可口可乐公司股票的收益率分析

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1988	1	14 172 500	592.540	632.448	20.71%	39.908	6.74%
1989	2	23 350 000	1 023.920	1 803.787	34.77%	779.867	76.16%
1990	3	46 700 000	1 023.920	2 171.550	40.15%	1 147.630	112.08%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1991	4	46 700 000	1 023.920	3 747.675	41.53%	2 723.755	266.01%
1992	5	93 400 000	1 023.920	3 911.125	34.18%	2 887.205	281.98%
1993	6	93 400 000	1 023.920	4 167.975	36.98%	3 144.055	307.06%
1994	7	100 000 000	1 298.888	5 150.000	36.86%	3 851.112	296.49%
1995	8	100 000 000	1 298.900	7 425.000	33.75%	6 126.100	471.64%
1996	9	200 000 000	1 298.900	10 525.000	37.93%	9 226.100	710.30%
1997	10	200 000 000	1 298.900	13 337.500	36.80%	12 038.600	926.83%
1998	11	200 000 000	1 299.000	13 400.000	35.96%	12 101.000	931.56%
1999	12	200 000 000	1 299.000	11 650.000	31.48%	10 351.000	796.84%
2000	13	200 000 000	1 299.000	12 188.000	32.40%	10 889.000	838.26%
2001	14	200 000 000	1 299.000	9 430.000	32.89%	8 131.000	625.94%
2002	15	200 000 000	1 299.000	8 768.000	30.91%	7 469.000	574.98%
2003	16	200 000 000	1 299.000	10 150.000	28.76%	8 851.000	681.37%

数据来源：伯克希尔公司 1988～2003 年年报

7.2 GEICO：盈利23亿美元，增值50倍

> 非常重要并且非常难以模仿的产业竞争优势，加上在业务经营与资本配置方面拥有高超技巧的能力非凡的管理层，二者的天作之合使 GEIGO 成为投资世界的最佳典范。
>
> ——巴菲特

GEICO 是美国第7大汽车保险商，主要为政府雇员、军人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等成熟稳重、谨慎的人提供汽车等财产保险服务。该公司创建于1936年。公司在20世纪60年代取得了快速增长。但70年代发生了灾难性的亏损。1974年公司发生了28年来的首次亏损，亏损600万美元。1975年则亏损高达1.26亿美元。

巴菲特在GEICO濒临破产之际大笔买入。这是巴菲特最成功的投资之一。在伯克希尔全部收购股份的前一年即1995年，巴菲特用4 500多万美元的投资赚了23亿美元，20年间投资增值50倍，平均每年为他赚取1.1亿美元。从1996年起GEICO公司成为伯克希尔的全资子公司，是其下属最核心的和盈利能力最强的企业之一。

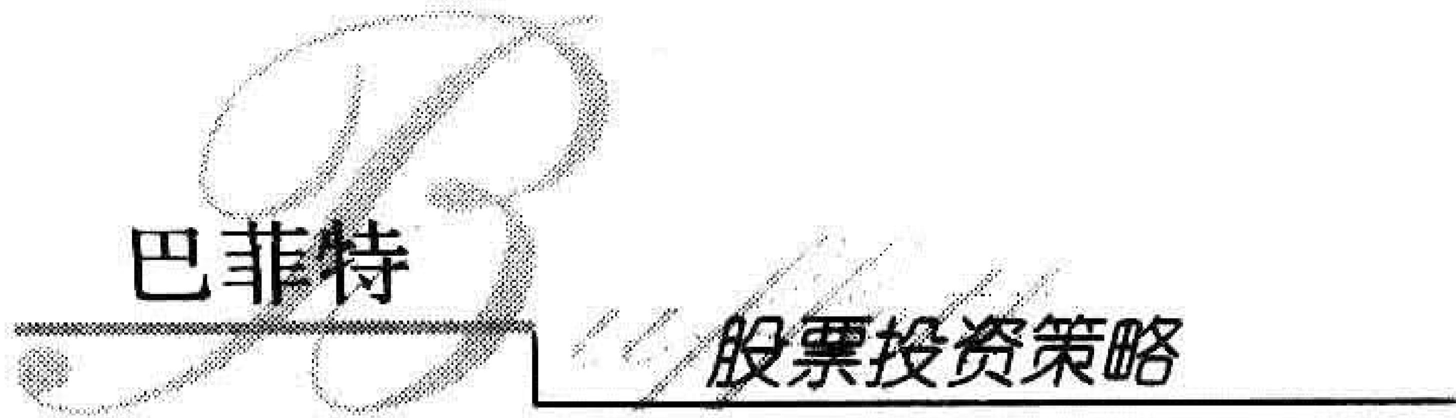
7.2.1 巴菲特对保险产业分析

保险行业属于非常稳定的传统产业，除了储存客户资料的信息技术不断进步之外，产业自身几十年来很少变化，相对来说非常稳定。保险产业是巴菲特非常喜爱的行业，他先后投资过多家保险公司，还收购了多家保险公司。目前伯克希尔拥有政府雇员保险公司、通用再保险公司等世界著名保险公司，在保险业拥有巨大的市场份额和影响力。巴菲特认为这个行业的最明显特征是由于保险产品非常类似以及过度签发保单而导致产业竞争非常激烈。

巴菲特在伯克希尔1977年报中分析了保险业竞争激烈的第一个原因是，保险产品非常类似而难以形成差异化的竞争优势：

“保险公司提供标准化的保单，很容易被其他任何同行模仿。保险公司的惟一产品是提供赔偿的承诺。……在美国取得保险业务执照并不困难，所有的费率皆是公开的，商标、专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利、位置、公司设立时间长短、数据来源这些方面都无法形成重要的竞争优势，也只有很少的顾客差异化能够引发激烈的竞争。通常情况下在保险公司年报中会强调这种差异化。但有时确实如此，有时却并非如此。但毋庸置疑保险业务的特点使管理层个人的影响力对于公司业绩有很大影响。我们非常幸运拥有一群非常能干的管理层”。

巴菲特在伯克希尔 1987 年报中指出保险业高度竞争的第二个原因在于保险公司总是不惜降低盈利水平以尽可能卖出更多的保单：

“保险业具有以下不利的经济特征：数以百计的竞争对手、进入壁垒低、无法通过任何有意义的方式进行差异化的产品，因此产业长期发展前景不容乐观。在这种类似日用品的业务中，只有营运成本很低的公司，或是一些具有较强竞争力但通常业务规模相当小的差异化产品才能保持较高的盈利水平。当产品供给短缺时，即使是日用品业务也会生意兴隆。在保险业曾经有过一段这种供给短缺的好日子，但早已今非昔比。资本主义最讽刺的地方就是日用品产业的大部分经理人都痛恨出现供给短缺的情况，尽管这是惟一可能产生良好回报的机会。当短缺出现时，大多数经理人便会迫不及待地想要签发更多的保单，这样做的结果却会关掉使现金源源不断流向企业的龙头。这正是 1985～1987 年间保险公司经理人的真实写照，从而再次验证 Disraeli 的名言：我们从历史得到的教训是我们没有从历史得到教训！”

巴菲特在伯克希尔 1988 年报中自我解嘲地说保险业不但是低获利行业，而且是不受尊重的行业：“保险业不仅盈利水平低于一般水平，受尊重程度也低于一般水平。就像是 Sam

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Goldwyn 的哲理所说：一个人必须学会体验人生的酸甜苦辣。不过具有讽刺意味的是，许多为定价过低所苦的低盈利行业常常发现他们被愤怒的客户痛骂，可是其他盈利水平很高的行业尽管价格高昂，却很少有客户抱怨”。

7.2.2 巴菲特对 GEICO 竞争优势分析

简单易懂的业务

GEICO 作为美国第 7 大汽车保险公司，用直接销售的方式，将汽车保险单直接邮寄给政府雇员等成熟稳重的驾驶者，大大节省了与保险代理商有关的费用。而大多数保险公司主要通过代理商进行销售，代理费用通常要占保险费的 10%～25%。

持续竞争优势

向代理人支付的佣金通常会占到保险公司 15%的保费收入，由于 GEICO 不必向代理人支付佣金而是直接向保险客户销售保险，因此可以显著降低管理成本，并加强公司产品竞争力。

几十年来，GEICO 在业内建立了良好的信誉，赢得了大批忠诚的客户。公司最主要的客户是那些安全驾驶的司机，他们通过信件来购买保险，享受公司低成本和高质量的服务，再投保率很高。

尽管通过邮寄直接销售的方式能够显著节省成本，但其他保险公司并不愿放弃已有的代理分销渠道而损害原有的市场份额。因而 GEICO 的独特直接销售方式形成了差异化的竞争优势，同时通过规模的扩大又形成了更大的成本优势。这使该公司成为巴菲特所谓的经济特许权企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特于 1980 年完成对 GEICO 的投资后，在伯克希尔 1980 年年报中对自己之所以在 GEICO 濒临破产之际却进行大规模投资的原因进行了说明："在过去的年报中我们曾谈到购买和经营咸鱼翻身类型（turn around）公司的结果常常让人大失所望。这些年我们大约先后接触了数十个产业中数百家具有咸鱼翻身可能性的的公司，不管是作为当事人还是旁观者，我们持续追踪着这些公司的业绩并与我们原来的预期比较。我们的结论是除了极少数例外，当一个拥有聪明能干的名声的管理层遇到一个拥有不良基本经济特征的企业，往往是只有企业的名声完好无损。GEICO 却是一个例外，在 1976 年从濒临破产的边缘东山再起。确实卓越的管理是公司重整的最需要的能量，当年 Jack Byrne 一上任就为公司管理改善提供大量的动力。当然即使身陷于财务与经营危机当中，GEICO 那些曾经使其取得巨大成功的产业竞争优势仍然完好无损。在容量巨大的汽车保险市场中，大多数公司由于其销售渠道结构限制了灵活经营，GEICO 却一直以来将自己定位为一个保持低营运成本的公司。GEICO 根据其定位进行经营，不但为客户创造非同寻常的价值，同时也为自己赚取了非同寻常的回报。几十年来 GEICO 一直这样进行运作。即使 20 世纪 70 年代中期发生财务危机，也从未损害 GEICO 的最关键的产业竞争优势。"

出众的价值创造能力

正如巴菲特所预测的那样，GEICO 迅速东山再起。

1976 年 Jack Byrne 接任 GEICO 公司新总裁。他采取大量降低成本的措施，使公司的盈利能力迅速回复，他上任仅仅一年后公司在 1977 年就盈利 5 860 万美元。1982 年以来，GEI-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CO 的权益资本收益率平均为 21.2%，是行业平均水平的 2 倍。在 1983 至 1992 年 10 年内，该公司的平均税前经营利润率在行业中一直是最稳定的。由于采用直接销售，没有代理，公司一起保持着明显的成本优势。在 1983～1992 年 10 年内，公司费用与保险费收入之比平均为 15%，是同行业平均水平的一半。该公司的费用和保险费亏损的综合比率明显优于行业平均水平。1977～1992 年，该公司的综合比率为 97.1%，而保险业平均水平为 107.5%。1980～1992 年的 13 年间，该公司共创造了 17 亿美元的利润，给股东派发了 2.8 亿美元的红利，保留了 14 亿美元用于再投资。这期间公司股票从 2.96 亿美元升值到 46 亿美元，公司保留的每 1 美元为股东创造了 3.12 美元的市值。㊀

7.2.3 巴菲特对 GEICO 股票价值评估

1976 年巴菲特开始买入 GEICO 股票时，该公司已经接近于破产边缘，但是，巴菲特认为，GEICO 仍值一大笔钱，因为该公司有保险业务经济特许权。关于处于破产风险下的 GEICO 的价值，巴菲特是这样分析和思考的：“它没有必要实行破产，但它却岌岌可危。那是发生在 1976 年的事。GEICO 拥有一个绝好的企业经济特许权。这种特许权并没有因为使用过程中所犯的种种错误而受到损害。还有就是公司的管理层。我觉得他们有能力度过那段艰难的时期，并重新建立起这种经

㊀ （美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998 年 1 月，第 141～142 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济特许权的价值。他们的管理成本很低。他们犯过种种错误。他们依然不知道他们的成本，因为他们不知道他们的损失准备应当是多少，他们被快速的业务增长冲昏了头脑。他们犯了各种各样的错误，但是，他们仍然拥有这种经济特许权。这种情况与1963年后期美国运通公司的色拉油丑闻有些相似。当时这件丑闻并没有影响到这家公司的旅行支票和信用卡的经济特许权。这原本有可能损害美国运通公司的资产负债表，但答案却是，没有净资产的美国运通公司本身的价值仍然非常巨大。GEICO假如也没有净资产的话，其本身价值也非常巨大。可是它很可能在第二天就因为没有净资产而倒闭。但是，我感到庆幸的是它的净资产仍然存在。事实上，很多保险公司为了公司的所有权而纷纷采取提高净资产的做法。我们或许应该提升公司的净资产。但他们却试图为了给股东们节省这笔钱而不做他们应该做的事。这家公司拥有一个价值很大的经济特许权，这就代表了它所有的净资产。比如说，GEICO马上支付5亿美元的股息，但这笔资金会使公司的净资产大大减少甚至为零。那么这样一来，公司还会有很大的价值吗？当然公司还会有很大的价值”[㊀]

尽管市场普遍认为GEICO破产风险很大，巴菲特仍坚信该公司能够度过难关，走上盈利之路。正如巴菲特所料，1976年Jack Byrne接任GEICO公司新总裁时，公司保费收入为5.76亿美元，亏损2 600万美元。他在不断努力使保费收入稳步增加的同时，采取大量降低成本的措施从而使公司的盈利能

㊀ （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003年，第244～245页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力迅速回复。1977～1979年公司的保费收入分别为4.64亿美元、6.05亿美元、6.35亿美元，盈利分别为3 800万美元、6 200万美元、6 000万美元。

1980年该公司净利润6 000万美元，巴菲特按持股比例应分得2 000万美元利润。巴菲特对GEICO的发展前景充满信心，对其内在价值的评估进一步提升，他再次大量买入GEICO股票。

增持后他在伯克希尔1980年报中对GEICO的内在价值分析如下："我们非常高兴以4 700万美元买入GEICO股票。如果是通过谈判来购买整个企业的话，要买下一家具有一流经济特征和光明前景、每年盈利能力2 000万美元的类似企业至少需要2亿美元（在一些产业可能需要花费更多)。……在管理界并没有更多的像Jack Byrne一样的明星经理人。还有什么会比同时拥有Jack Byrne与GEICO更好呢。在这一点上，我们对GEICO再满意不过了。非常重要并且非常难以模仿的产业竞争优势，加上在业务经营与资本配置方面拥有高超技巧的能力非凡的管理层，二者的天作之合使GEICO成为投资世界的最佳典范。如你所知，我们的持股成本约4 700万美元，1976年的投资占50%，1980年的追加投资占50%"。

根据有关资料，应用现金流量贴现估值模型，我们可以大致推测巴菲特在1980年进一步大规模投资GEICO股票时估值的基本过程如下：

假设GEICO可以不追加任何资本而能持续保持每年6 000万美元的利润，则按当时30年期美国政府债券12%的到期收益率来贴现，GEICO的内在价值将是5亿美元，几乎是它1980年市值的2倍。

如果公司能以2%的实际增长速度或未扣除通货膨胀影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的15%的速度提高其获利能力，则公司的内在价值将增至6.66亿美元。而巴菲特对于该公司的股票投资的价值相应为2.22亿美元。也就是说，1980年GEICO股票的市值还不到其获利能力贴现后的内在价值的一半。[㊀]

7.2.4 巴菲特对GEICO股票投资操作分析

买入价格的安全边际分析

巴菲特1976年在拜访GEICO公司管理层后，认为尽管公司濒临破产的边缘，但其竞争优势依然存在。于是，他投资了410万美元买入130万股，相当于每股3.18美元。随后该公司发行了7 600万美元的可转换优先股，巴菲特投资1 941.7万美元买入1 969 953股可转换优先股，相当于发行总量的25%。由于该公司迅速扭亏为盈，盈利能力大大提升，巴菲特在1980年又以1890万美元以每股12.8美元的价格买入147万股。到1980年底，巴菲特共持有该公司720万股，全部买入成本为4 713.8万美元，这时这些股份的市值已经上升到1.05亿美元，涨幅在1倍以上。直到1996年该公司一直在回购自己的股票，伯克希尔公司持有50%的股份。1996年初，伯克希尔以23亿美元买入了另外50%的股份，将其变为私人公司，不再上市。GEICO是巴菲特伯克希尔投资王国的核心，其庞大的保费收入为巴菲特提供了大量的投资资金来源。

集中投资的组合比重分析

1980年底，GEICO股票在伯克希尔公司的普通股投资组

㊀ 数据来源：（美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998年1月，第120～121页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合中占20%，这是当时比重最高的一只股票，比第二名华盛顿邮报高近10%。1985年该公司股票占巴菲特投资组合的49%。20年间巴菲特持股毫无变化，持股成本为4 571.3万美元。

长期持有的期限分析

巴菲特一直持有GEICO股票，并在1996年全部收购GEICO股份。从1976年开始买入到1996年全部收购，巴菲特持有GEICO公司股票长达20年。

投资收益分析

GEICO是巴菲特最成功的投资之一，在全部收购股份的前一年即1995年，巴菲特用4 500多万美元的投资赚了23亿美元，20年间投资增值50倍，平均每年为他赚取1.1亿美元（见表7-3）。

表7-3　巴菲特投资GEICO公司股票的收益率分析

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1977	1	1 294 308	4.116	10.516	5.81%	6.400	155.49%
1977	1	1 986 953	19.417	33.033	18.24%	13.616	70.12%
1978	2	1 294 308	4.116	9.060	4.10%	4.944	120.12%
1978	2	1 986 953	19.417	28.314	12.82%	8.897	45.82%
1979	3	5 730 114	28.288	68.045	20.21%	39.757	140.54%
1980	4	7 200 000	47.138	105.300	19.88%	58.162	123.39%
1981	5	7 200 000	47.138	199.800	31.26%	152.662	323.86%
1982	6	7 200 000	47.138	309.600	32.74%	262.462	556.79%
1983	7	6 850 000	47.138	398.156	30.49%	351.018	744.66%
1984	8	6 850 000	45.713	397.300	31.31%	351.587	769.12%
1985	9	6 850 000	45.713	595.950	49.73%	550.237	1 203.68%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1986	10	6 850 000	45.713	674.725	36.00%	629.012	1 376.00%
1987	11	6 850 000	45.713	756.925	35.79%	711.212	1 555.82%
1988	12	6 850 000	45.713	849.400	27.81%	803.687	1 758.11%
1989	13	6 850 000	45.713	1 044.625	20.13%	998.912	2 185.18%
1990	14	6 850 000	45.713	1 110.556	20.54%	1 064.843	2 329.41%
1991	15	6 850 000	45.713	1 363.150	15.11%	1 317.437	2 881.97%
1992	16	34 250 000	45.713	2 226.250	19.46%	2 180.537	4 770.06%
1993	17	34 250 000	45.713	1 759.594	15.61%	1 713.881	3 749.22%
1994	18	34 250 000	45.713	1 678.250	12.01%	1 632.537	3 571.28%
1995	19	34 250 000	45.700	2 393.200	10.88%	2 347.500	5 136.76%

数据来源：伯克希尔公司 1977～1996 年年报

7.3 吉列公司：盈利29亿美元，增值近5倍

可口可乐与吉列公司可说是当今世上最好的两家公司，我们预期在未来几年他们的获利还会以惊人的速度增长。

——巴菲特

吉列公司是由传奇人物金·吉列创建。金·吉列于1895年发明了一次性剃须刀片，并在1901年创立了美国安全刀片公司。公司于20世纪50年代更名为吉列，当时已经成为美国剃须刀行业的领头羊，从此一直处于市场领导地位到现在，几乎没有一个公司能够像吉列那样统治本行业如此之久。

巴菲特1989年投资6亿美元买入吉列公司年利率8.75%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的可转换优先股。1991 年转换为 1 200 万股的股票。巴菲特投资总额一直没能变化，并一直持有。但由于后来公司股票经过多次拆细，巴菲特持股总数变成 9 600 万股。2003 年底巴菲特持有吉列的股票市值为 35.26 亿美元，14 年间投资盈利 29.26 亿美元，增长了 4.87 倍。

7.3.1 巴菲特对吉列公司持续竞争优势分析

稳定的传统产业：不可缺少的日常用品

巴菲特在伯克希尔 1989 年年报中对当年投资吉列进行说明时指出，投资该公司的最主要的原因是吉列拥有一个显而易见的好的核心业务："吉列这家公司的业务正是我们所喜爱的那种类型，查理跟我都熟悉这个产业的状况，因此我们相信可以对这家公司的未来进行合理的预测（如果你还没有试过吉列新推出的感应刀片，赶紧去买一个来试试！）。"[㊀]"当你躺在床上，仅仅想到在你睡觉时有大约 25 亿男人的毛发仍在生长这一点，你就会有非常舒服的感觉。在吉列工作的人不会有睡眠问题"。[㊁]

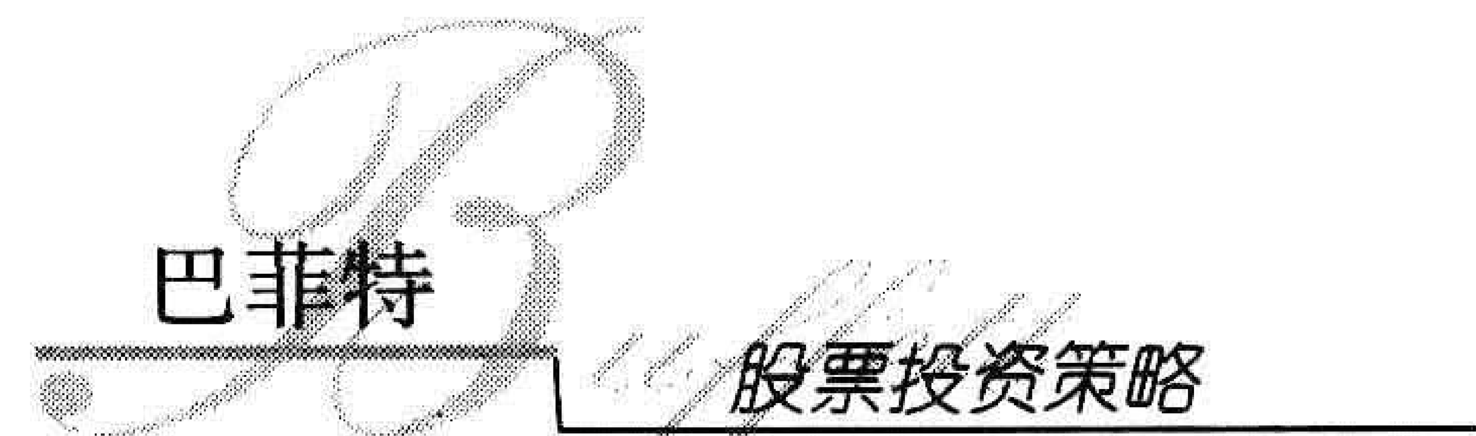
无可争议的市场领导地位和长期竞争力

巴菲特认为吉列公司是一个拥有经济特许权的典型企业：

㊀ Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1989.

㊁ （美）珍妮特·洛尔著：《沃伦·巴菲特如是说》，海南出版社，1998 年，第 160 ~ 161 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"世界上每年剃须刀片消费量为2 000万至2 100万左右。其中30%是吉列生产的，但吉列在全球刀片销售额中占了60%。吉列在斯堪的纳维亚和墨西哥等国家和地区占有90%的市场份额。剃须刀是日常生活中必不可少的消费品，而且吉列这家公司一直致力于开发更好的剃须刀，它有很高的市场占有量、它在人们心中的地位等等………。你知道每天都要剃须，我希望你也是天天如此，每年只要20美元你就可以享受到非常舒服的剃须体验。现在男人们有了这样的体验后，就很难会转向吉列以外的其他品牌了"。[一]

巴菲特在伯克希尔1993年报中对吉列的持续竞争优势表示惊叹："就长期而言，可口可乐与吉列所面临的产业风险，要比任何电脑公司或是通信公司小得多，可口可乐占全世界饮料销售量的44%，吉列则拥有60%的刮胡刀市场占有率（以销售额计），除了称霸口香糖的箭牌公司之外，我看不出还有哪家公司可以像他们一样长期以来享有傲视全球的竞争力。更重要的，可口可乐与吉列近年来也确实在继续增加他们全球市场的占有率，品牌的巨大吸引力、产品的出众特质与销售渠道的强大实力，使得他们拥有超强的竞争力，就像是在他们的经济城堡周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司每天都在没有任何这样的保障的情况下浴血奋战"。

巴菲特于1990年4月1日将吉列公司可转换优先股转换为普通股后，他在伯克希尔公司1990年年报中再次对吉列的产品大加赞扬："《福布斯》杂志在封面故事中对吉列公司大

[一] "Warren Buffett Talks Business," The University of North Carolina, Center for Public Television, Chapel Hill, 1995.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加赞扬，文章主题非常简单：这家公司在剃须刀产业的成功，不是由于其超级行销能力（虽然他们一再展示出这方面的能力），而是来自于他们对于品质的无限追求，这种专注使得他们持续不断地全力以赴推出更新更好的产品，尽管其现有产品已是市场上的经典”。1990 年吉列公司推出了革命性的产品“感应剃须刀”，这个世界上第一种可以根据人的面部特征自动感应和调节的剃须刀获得了巨大的成功。1990 年底吉列感应刀架和刀片占据了美国市场 9% 的份额。1991 年底则超过了 15%。目前吉列液体剃须产品系列占据美国同类产品市场的 68%。吉列公司还占据女性剃毛产品市场的 70%。[㊀] 吉列公司以 68 亿美元的价格收购了全球最大的电动剃须刀厂商德国布劳恩公司，使自己在全球剃须刀市场的份额进一步扩大。

吉列公司几十年来无可争议地作为全球最著名的剃须产品品牌，其价值随着经济全球一体化的国际市场的迅速扩张而不断增加。近年来，吉列公司的欧乐 B 牙刷、金霸王电池的全球市场销量也在不断增长。

持续增长的价值创造能力

巴菲特是 1989 年投资于吉列公司可转换优先股，1991 年转换为普通股。在巴菲特投资前 1979 ~ 1988 年的 10 年内，销售收入从 19.85 亿美元增长到 35.81 亿美元，增长了 80%，年均增长 7%。净收益从 1.1 亿美元增长到 2.69 亿美元，增长了 142%，年均增长 10%。尤其是 1986 至 1988 年的后三年内增

㊀ （美）安迪·基尔帕特里克著：《投资圣经——巴菲特的真实故事》，民主与建设出版社，2003 年，第 624 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长更快。这主要是来自于全球化经营带来的国际市场增长。吉列公司销售遍布全球，75%以上的员工在国外。

7.3.2 巴菲特对吉列公司股票价值分析

巴菲特在1989年7月投资6亿美金买入吉列公司年利率8.75%十年期强制赎回的可转换优先股。

1990年底，吉列公司的股东收益为2.75亿美元。1987～1990年，股东收益以每年16%的速度增长。尽管不能根据如此短的历史数据来判断公司长期增长趋势。但巴菲特认为吉列公司与可口可乐一样是一个经济特许权企业。

1991年初，美国政府30年期债券到期收益率为8.62%。和可口可乐一样，巴菲特判断吉列公司收入的未来增长率将超过贴现率。这里我们同样采用两阶段估值模型。假设在巴菲特买入（1990年）后的10年内吉列公司销售收入以年均15%的速度增长，10年以后再以较低的5%的速度增长，那么以9%的贴现率计算吉列公司的内在价值大约为160亿美元。如果我们将其未来10年的增长率下调到12%，吉列公司的内在价值大约为126亿美元。如果我们将其未来10年的增长率下调到10%，吉列公司的内在价值大约为108亿美元。即我们将其未来10年的增长率下调到7%，吉列公司的内在价值大约为85亿美元，[㊀]（吉列公司内在价值估算见表7-4）。

㊀ 数据来源：（美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998年1月，第209～210页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-4　吉列公司股票内在价值估算

第一阶段：1～10 年										
预测期限	20 年									
折现率	9%									
期初现金流/百万美元	275									
预测期限内增长率	15%									
预期年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
估计稳定现金流/百万美元	316	364	418	481	553	636	732	841	967	1 113
复利现值系数	0.917 4	0.841 7	0.772 2	0.708 4	0.649 9	0.596 3	0.547 0	0.501 9	0.460 4	0.422 4
每年现金流量现值/百万美元	290	306	323	341	359	379	400	422	445	470
第 1 个 10 年内现金流量现值/百万美元	3 736									
第二阶段：10 年以后										
10 年以后的现金流量现值										
第 10 年的现金流量/百万美元	1 113									
第 10 年后现金流量增长率	5%									
第 11 年的现金流量/百万美元	1 168									
资本化比率（k-g）	4%									
折现到第 10 年底的现值/百万美元	29 204									
第 10 年底的折现率	0.4224									
10 年以后的现金流量现值/百万美元	12 336									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（续）

公司股票的内在价值/百万美元	16 072

数据来源：（美）罗伯特·海格士多姆著，朱武祥，樊勇译：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998 年 1 月，第 316 页

7.3.3　巴菲特对吉列公司股票投资操作分析

买入价格的安全边际分析

巴菲特行使转换权将吉列可转换优先股转换为普通股时，吉列公司股票总市值为 80.3 亿美元。

我们将吉列公司市值与前面计算的吉列公司股票内在价值相比较，可以发现巴菲特将吉列可转换优先股转换为普通股时享有很大的安全边际：

假设在巴菲特买入（1990 年）后的未来 10 年内吉列公司的销售收入以年均 15% 的速度增长，吉列公司的内在价值大约为 160 亿美元。与吉列公司股票总市值 80.3 亿美元比较，巴菲特买入的安全边际为 50%。

如果我们将 1990 年以后未来 10 年的增长率下降到 12%，吉列公司的内在价值大约为 108 亿美元。与吉列公司股票总市值 80.3 亿美元比较，巴菲特买入的安全边际为 20%。

如果我们将 1990 年以后未来 10 年的增长率下调到 7%，吉列公司的内在价值大约为 85 亿美元。与吉列公司股票总市值 80.3 亿美元比较，巴菲特买入的安全边际为 6%。

事实上，吉列公司 1997 年的销售收入从 1990 年的 54 亿美元增长到了 100 亿美元，几乎增长了一倍，年均增长率近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30%，年复合增长率超过10%。巴菲特1990年6亿美元的吉列公司股票投资，1997年增值为48亿美元，涨幅为7倍。这种惊人投资收益率的一个重要原因是他购买吉列股票的巨大安全边际。

集中投资的规模分析

1991年底，巴菲特将吉列公司可转换优先股转换为普通股后其股票在伯克希尔公司的普通股投资组合中占14.9%，居第3位。

长期持有的期限分析

1989年投资6亿美元买入吉列公司可转换优先股，后来全部转换为普通股。到2003年底的14年间，巴菲特持有吉列的股份毫无变化，只是拆细后为9 600万股。

投资收益分析

2003年底巴菲特持有吉列的股票市值为35.26亿美元，巴菲特投资6亿美元在14年间盈利29.26亿美元，增长了4.87倍（见表7-5）。巴菲特在伯克希尔1997年报中向股东报告投资吉列股票8年增长了8倍："1997年吉列与第一帝国的普通股股价由于公司业绩优异而大幅上涨，截至年底，当初我们在1989年投入吉列的6亿美元已经增值到48亿美元"。

而从1997年到2003年底，吉列公司股票价格不断下跌，2003年底尽管有所回升，但与1997年相比，巴菲特持有吉列股票的市值从48美元下降到35亿美元。尽管如此，巴菲特仍然继续持有。由此可见，巴菲特对吉列长期竞争优势的信心不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



疑，对市场价格的巨大波动毫不在意，长期持有优秀企业的决心始终不改。

表 7-5 巴菲特投资吉列公司股票的收益率分析

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1991	1	24 000 000	600	1 347	14.93%	747	124.50%
1992	2	24 000 000	600	1 365	11.93%	765	127.50%
1993	3	24 000 000	600	1 431	12.70%	831	138.50%
1994	4	24 000 000	600	1 797	12.86%	1 197	199.50%
1995	5	48 000 000	600	2 502	11.37%	1 902	317.00%
1996	6	48 000 000	600	3 732	13.45%	3 132	522.00%
1997	7	48 000 000	600	4 821	13.30%	4 221	703.50%
1998	8	96 000 000	600	4 590	12.32%	3 990	665.00%
1999	9	96 000 000	600	3 954	10.68%	3 354	559.00%
2000	10	96 000 000	600	3 468	9.22%	2 868	478.00%
2001	11	96 000 000	600	3 206	11.18%	2 606	434.33%
2002	12	96 000 000	600	2 915	10.28%	2 315	385.83%
2003	13	96 000 000	600	3 526	9.99%	2 926	487.67%

数据来源：伯克希尔公司 1991～2003 年年报

7.4 华盛顿邮报：盈利 12 亿美元，增值 128 倍

在伯克希尔公司，我通过投资华盛顿邮报将 1000 万美元变成 5 亿美元。

——巴菲特（1985）

1973 年巴菲特用 1 062 万美元买入华盛顿邮报公司的股票，到 2003 年底该公司股票市值增加到 13.67 亿美元，30 年的投资利润为 12.80 亿美元，投资收益率高达 128 倍，这是巴菲特长期普通股投资中掘到的第一桶金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.4.1 巴菲特对传媒行业的分析

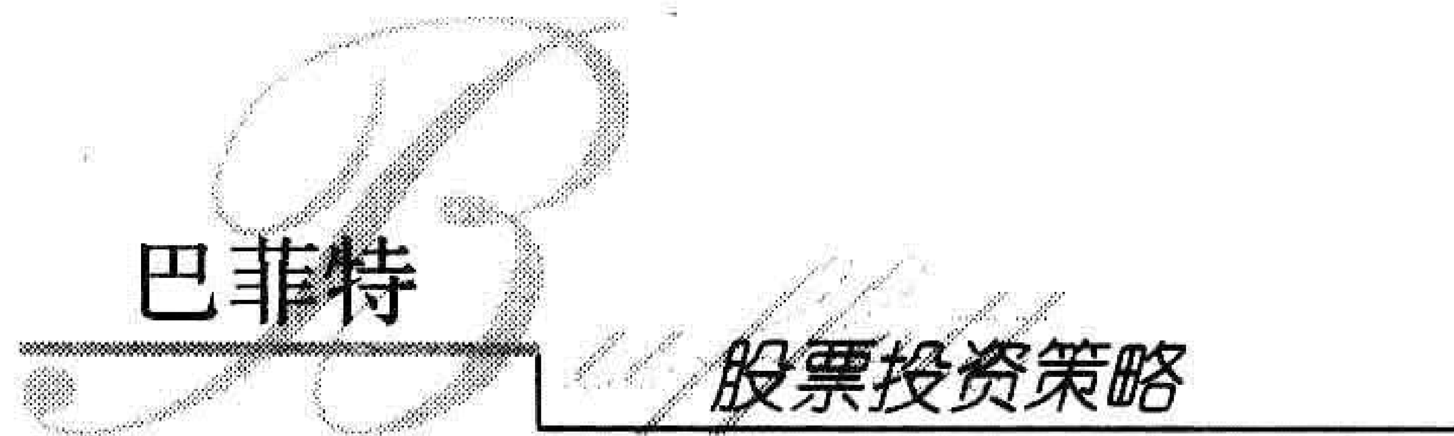
巴菲特对传媒行业非常衷爱，先后投资过联合出版公司、华盛顿邮报、资本城/ABC 等多家传媒产业公司。巴菲特对传媒行业进行了深入分析，将其产业的基本特征总结为由于经济特许权形成的产业平均高盈利水平。

巴菲特在伯克希尔 1984 年年报中分析传媒产业的高盈利特性时感叹道，即使是三流报纸的获利水平却一点也不逊色于一流报纸：

“在商业社会中一家占有主导地位的报纸的经济状况是最具有优势的。企业主们通常相信只有努力地推出最好的产品才能取得最好的盈利，但是这种令人信服的理论却让无法令人信服的事实打破，当一流的报纸取得高获利时，三流报纸的获利水平却一点也不逊色有时甚至更多一些，只要这两类报纸在当地都占有主导地位。当然产品的品质对于一家报纸取得主导地位非常关键。……一旦主宰当地市场，报纸本身而非市场将会决定这份报纸是好还是坏，不管报纸好坏，都会大赚特赚。但是在大多数行业内却并非如此，质量水平较差的产品，其经营状况也肯定会比较差。但即使是一份水平很差的报纸对一般民众来说仍然具有公告栏的价值。当其他条件相同时，一份烂报当然无法像一份一流报纸拥有广大的读者。但是一份水平很差的报纸对一般市民却仍然具有很重要的作用而吸引他们的注意力，从而也会吸引广告商们的注意力”。

巴菲特认为传媒产业的高盈利来自于其取得市场垄断地位的经济特许权：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"让我们很快地看一下特许事业与一般事业在特性上的不同，不过请记住，很多公司事实上是介于这两者之间，所以也可以将之形容为弱竞争力的经济特许权企业或是强竞争力的一般企业。藉由特定的产品或服务，一家公司拥有经济特许权：①产品确有需要或需求；②被顾客认定为找不到其他类似的替代品；③不受价格上的管制。一家具有以上三个特点的公司，就具有对所提供的产品与服务进行主动提价的能力，从而赚取更高的资本报酬率，更重要的经济特许权比较能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低经济特许权的获利能力，但是并不会造成致命的伤害……与经济特许权企业不同，一般企业会因为管理不善而倒闭。"

"直到最近，传媒产业还拥有经济特许权的三个特点，因此还能够制定侵略性的价格并容忍宽松的管理。不过现在资讯与娱乐的消费者在寻找过程中越来越能够享受到更加广泛的渠道选择。另一方面很不幸的是消费者的需求并不会随着供给的增长而同步增长，5 亿只美国眼睛，一天 24 小时，就这么多，不可能再增加了。所以结果可想而知，竞争会变得更激烈，市场被进一步分化，传媒产业因而丧失了部分原有的经济特许权能力，尽管还远远不是全部"。[1]

7.4.2 巴菲特对华盛顿邮报公司竞争优势分析

1971 年华盛顿邮报公司股票上市，公司股票分为 A 种和

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1991.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B 种股票。A 种股票股东有权选举公司董事会的主要成员。凯瑟琳·格雷厄姆持有 50% 的 A 股，可以有效地控制公司。公司发行了 1 354 000 股 B 种股票，B 种股票股东只能选举董事会的次要成员。

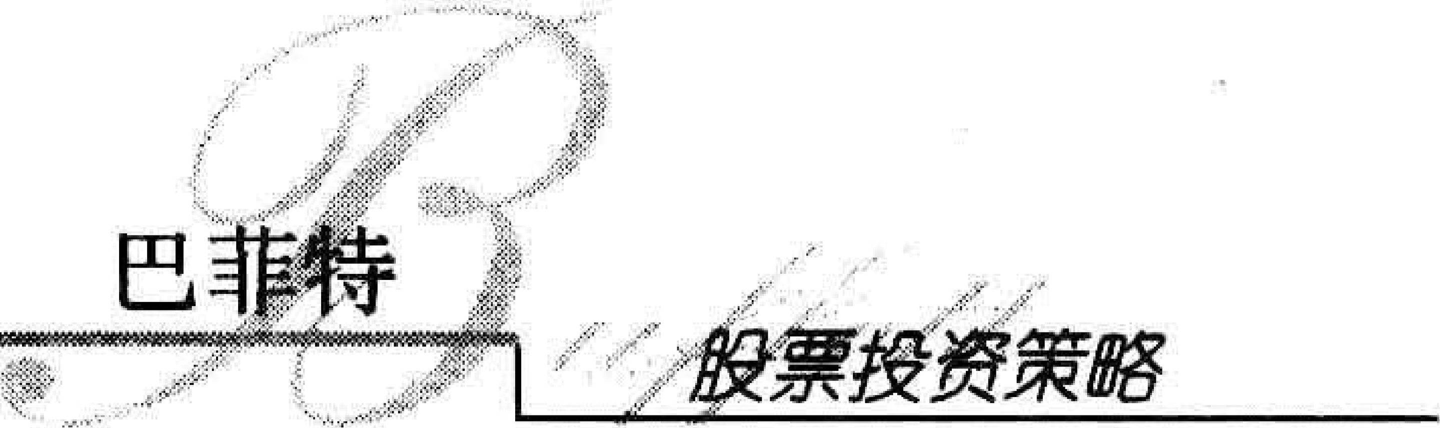
1971 年6 月在公司发行 B 种股票两天后，《华盛顿邮报》在巨大的政治压力下刊登了五角大楼文件并跟踪报道水门事件，直接导致了尼克松总统的辞职。邮报此举充分表现了作为媒体的独立性，使该报获得了崇高的声誉，确立了该报在业内的领袖地位。在很多年之后的 1998 年初《华盛顿邮报》第一个报道美国总统克林顿与白宫实习生莱温斯基的性丑闻事件。

几十年来，《华盛顿邮报》一直在同《星报》的竞争中努力前进。但通过收购《国际先驱论坛报》，邮报已经成为一个非常强大的竞争对手，并且很快超过了《星报》。1981 年《星报》不得不被迫停刊。这使得《华盛顿邮报》实际上成为这个世界上最重要的城市之一美国首都华盛顿的惟一一家处于垄断地位的报纸。目前每日发行量大约为 78.5 万份。近几年公司已经在利润和股票市值方面超过了最大的竞争对手《纽约时报》。

1973 年巴菲特买入股票时，华盛顿邮报公司的主营业务收入来源包括：50% 以上来自《华盛顿邮报》、25% 左右来自于《新闻周刊》杂志，其他 25% 来自于三家电视台和一家广播电台。华盛顿邮报公司还拥有《国际先驱论坛报》50% 的股份。目前公司下属的《新闻周刊》也是与《时代周刊》并驾齐驱的全球最有影响力的杂志之一。

在整个 20 世纪 80 年代，《华盛顿邮报》因为对水门事件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的报道而获得普利策奖而在新闻界获得崇高的地位，公司经济收益也大幅度提升。1973 年巴菲特买入股票时，华盛顿邮报公司的权益资本收益率是 15.7%，与当时大多数报纸的平均盈利水平相当，略高于标准普尔工业指数的平均水平。而当时《华盛顿邮报》作为领头羊在华盛顿市场中占主导地位，拥有整个华盛顿地区发行量的 66%。但 5 年后华盛顿邮报公司的权益资本收益率增长了 1 倍，比报业平均水平高出 50%。1974 年华盛顿邮报公司每 1 美元的销售收入的营业利润为 10 美分，而 1985 年则增长到 19 美分。同时权益资本收益率也大幅度提升，1988 年高达 36.3%。[㊀]

7.4.3 巴菲特对华盛顿邮报公司股票价值分析

巴菲特指出："在 1973 年，华盛顿邮报公司的总市值为 8 000万美元，在那时候某一天你可以将其资产卖给十位买家中的任何一位，价格不会低于 4 亿美元，甚至还能更高。该公司拥有华盛顿邮报、新闻周刊以及数家在主要市场区域的电视。当时与其相同的资产的价值为 20 亿美元，因此愿意支付 4 亿美元的买家并非发疯"。[㊁]可见巴菲特认为自己是以低于华盛顿邮报股票内在价值的 1/4 的价格买入股票的。

巴菲特在伯克希尔 1985 年年报中回顾投资华盛顿邮报时指出："1973 年中期，我们以不到企业每股商业价值四分之一

㊀ （美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998 年 1 月，第 122 页。

㊁ Buffett, Warren E., 1984, "*The Super-investors of Graham-and-Doddsville*" in Hermes, the Columbia Business School magazine (Fall 1984): 4-15.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格，买入了我们现在所持有的华盛顿邮报全部股份。其实计算股价/价值比并不需要非同寻常的洞察力。大多数证券分析师、媒体经纪人、媒体行政人员可能都和我们一样估计到华盛顿邮报的内在商业价值为4至5亿美元，而且每个人每天都能在报纸上看到它的股票市值只有1亿美元。我们的优势更大程度上在于我们的态度：我们已经从本·格雷厄姆那里学到，投资成功的关键是在一家好公司的市场价格相对于其内在商业价值大打折扣时买入其股票"。[1]

我们用巴菲特的逻辑推理来评估华盛顿邮报公司的内在价值。

1973年华盛顿邮报公司净利润1 330万美元，折旧和摊销370万美元，资本性支出660万美元，则计算可知1973年自由现金流为1 040万美元。

1973年美国政府长期债券利率为6.81%，如果我们假设华盛顿邮报公司不再继续增长，1973年自由现金流1 040万美元将一直持续下去，则公司内在价值为15 272万美元（1 040万美元/6.81%），相当于巴菲特买入时公司市值的2倍。由于报纸在其所在的城市内其实拥有相当的垄断地位，完全可以通过提价的方法来提高盈利，而不用担心失去多年来形成的忠诚客户。如果华盛顿邮报公司有能力提高实际价格3个百分点，则该公司股票的内在价值将接近3.5亿美元。如果公司税前经营利润率从当时的10%提高15%，该公司股票的内在价值将增加1.35亿美元，那么总价值将达到4.85亿美元。[2]

---

[1] Warren Buffett: the Chairman's Letter to the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc. 1985.

[2] 数据来源：（美）罗伯特·海格士多姆著：《沃伦·巴菲特之路》，清华大学出版社，1998年1月，第120～121页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时，《邮报》作为领头报纸在华盛顿市场中占主导地位，拥有整个华盛顿发行量的66%，但其利润率却只有10%。巴菲特发现其利润率历史平均水平为15%，深信其盈利能力将会有巨大的提高。事实上，在巴菲特的董事会任期中，邮报几乎没有任何大的扩张行为，98%的利润依旧来自于《华盛顿邮报》，《新闻周刊》以及4个电视台。惟一显著的变化是它的盈利能力得到了改观。1974年公司每1美元销售额的营业利润为10美分，而1985年时，达到19美分，股权回报率也翻了一番。当时人们普遍认为，即使永远不追加资本，一流的媒体公司收益也能够达到5%～6%的增长速度，这就意味着传媒公司的收益是无风险的现金流。对一个按5%的速度增长的永续现金流的价值是：

1 040万美元/（7%－5%）＝5.2亿美元。

7.4.4 巴菲特对华盛顿邮报公司股票投资操作分析

买入价格的安全边际分析

1973年华盛顿邮报公司股权收益率达到19%，其收入增长趋势也很好。但1973年其股价下跌了近50%，因为美国的股市崩溃了，股指大跌20%。巴菲特抓住这一良机，投资1 062.8万美元买入461 750股B种股票，平均买入价格为每股22.69美元。

集中投资的规模分析

1977年底，华盛顿邮报公司股票在伯克希尔公司的普通股投资组合中占18.4%，这是一个非常高的比重。在1973年时巴菲特还没有买入GEICO保险股票，华盛顿邮报公司股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时在投资组合中占的比重可能超过30%以上。

长期持有的期限分析

1973年巴菲特持有华盛顿邮报股票461.75万股，1979年拆细为186.86万股，1985年略有减少为172.78万股，然后到2003年底巴菲特仍然保持持股毫无变化。这是巴菲特持有时间最长的一只股票，长达31年。

投资收益分析

1973年巴菲特用1 062万美元买入华盛顿邮报公司的股票到2003年底市值增加到13.67亿美元，30年的投资利润为12.80亿美元，投资收益率高达128倍（见表7-6）。

表7-6 巴菲特投资华盛顿邮报股票的收益率分析

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1977	4	934 300	10.628	33.401	18.45%	22.773	214.27%
1978	5	934 300	10.628	43.445	19.66%	32.817	308.78%
1979	6	1 868 000	10.628	39.241	11.66%	28.613	269.22%
1980	7	1 868 600	10.628	42.277	7.98%	31.649	297.79%
1981	8	1 868 600	10.628	58.160	9.10%	47.532	447.23%
1982	9	1 868 600	10.628	103.240	10.92%	92.612	871.40%
1983	10	1 868 600	10.628	136.875	10.48%	126.247	1 187.87%
1984	11	1 868 600	10.628	149.955	11.82%	139.327	1 310.94%
1985	12	1 727 765	9.731	205.172	17.12%	195.441	2 008.44%
1986	13	1 727 765	9.731	269.531	14.38%	259.800	2 669.82%
1987	14	1 727 765	9.731	323.092	15.28%	313.361	3 220.23%
1988	15	1 727 765	9.731	364.126	11.92%	354.395	3 641.92%
1989	16	1 727 765	9.731	486.366	9.37%	476.635	4 898.11%
1990	17	1 727 765	9.731	342.097	6.33%	332.366	3 415.54%
1991	18	1 727 765	9.731	336.050	3.72%	326.319	3 353.40%
1992	19	1 727 765	9.731	396.954	3.47%	387.223	3 979.27%
1993	20	1 727 765	9.731	440.148	3.91%	430.417	4 423.15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年份	持有年限	持股数（股）	成本/百万美元	市值/百万美元	占组合比重	投资收益/百万美元	投资收益率
1994	21	1 727 765	9.731	418.983	3.00%	409.252	4 205.65%
1996	23	1 727 765	10.600	579.000	2.09%	568.400	5 362.26%
1997	24	1 727 765	10.600	840.600	2.32%	830.000	7 830.19%
1998	25	1 727 765	11.000	999.000	2.68%	988.000	8 981.82%
1999	26	1 727 765	11.000	960.000	2.59%	949.000	8 627.27%
2000	27	1 727 765	11.000	1 066.000	2.83%	1 055.000	9 590.91%
2001	28	1 727 765	11.000	916.000	3.19%	905.000	8 227.27%
2002	29	1 727 765	11.000	1 275.000	4.50%	1 264.000	11 490.91%
2003	30	1 727 765	11.000	1 367.000	3.87%	1 356.000	12 327.27%

数据来源：伯克希尔公司 1977～2003 年年报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章

如何在中国股市实践巴菲特长期投资策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前讨论中国股市能不能应用巴菲特股票投资策略时，大家都会说，中国股市与美国等成熟股市有着很大的不同，尤其是并非全流通，所以很难运用巴菲特的长期投资策略。

当时，股市大部分股票是非流通股，的确流通股价格并不能完全反映股票内在价值。后来国家果断开始进行股权分置改革，刚开始时大家对股改尚有许多争议，随着股市从2005年6月的1000点冲到2006年11月的2000点以上，大家对股改的争议也已经烟消云散。

制度一变，往往事情一下子就变了。

中国股市已经基本成为真正的全流通市场，上市公司股票已经基本上全部流通，中国股市已经不再有非流通与流通股并存的中国特色，而成为与国际股票市场一样的全流通市场，股价与价值的联系更加紧密，我们运用巴菲特股票投资策略的市场环境已经成熟。

如今我们中国股市不但和巴菲特所在的美国股市一样是全流通的市场，而且我们能够选择的高成长上市公司比巴菲特能够选择的机会要多得多。

巴菲特最喜欢的一句名言是：困难的不是接受新思想，而是摆脱旧思想。思想一变，往往事情一下子就变了。

新的股市，新的上市公司，你的思想是新的吗？

也许学习一下在成熟发达的美国股市非常有效的巴菲特股票投资策略，对于中国的长期投资者是一个不错的新选择。

如果你学习巴菲特没有赚到钱，我们再也没有理由怪罪中国股市与美国股市有很大不同，而应该怪罪自己学习不够深入和经验不够丰富。目前中国股市就像50年前1956年巴菲特刚刚开始投资的美国股市一样充满了机会，有许多未来的可口可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乐、华盛顿邮报、GEICO、吉列一样的投资机会。巴菲特有幸在美国经济发达持续保持高增长的年代进行投资，我们有幸在中国经济发达持续保持高增长的年代进行投资，我相信各位读者之中必定有人会成为中国的巴菲特。

也许未来中国的巴菲特就是你！

8.1 巴菲特长期投资策略在中国股市灵不灵

记得我2003年写巴菲特长期价值投资策略的博士论文时，用贵州茅台作为第一案例来说明巴菲特股票投资策略在中国股市同样适合。如今贵州茅台已经上涨了10倍，涨幅甚至超过了巴菲特投资可口可乐以后的涨幅。

中国的可口可乐在哪里？中国的下一个茅台在哪里？

国内著名证券媒体《证券时报》于2006年8月16日专门推出了1996～2006揭秘10年大牛股的专题，列出了过去10年中国股市涨幅最大的100只股票，指出实践巴菲特长期价值投资策略是股市赢家通则。经过作者刘少涛先生允许，特别在此引用这篇文章，希望能够帮助你彻底摆脱过去追涨杀跌的短期投资理念，转换为持有股票十年如一日的巴菲特长期投资策略；不再追逐短期的10%涨停板，而是追求十年涨十倍的大牛股。

清人陈谵云：不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。想想龟兔赛跑的故事，我们人生追求的不是一时的快感而是一生的幸福，我们投资追求的也不是一时的小赚而是长期的大赢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



永远牢记巴菲特的长期投资法则——“如果你不想持有一只股票十年，就不要考虑持有十分钟。”不谋十年者，不足谋一时。

股市赢家通则[㊀]

谈到股市投资，多数人恐怕都要摇首浩叹：亏了，亏了，哪能斗得过机构？其实，机构也不一定就是赢家，被套或割肉的例子并不少见。

那么，谁是赢家呢？成熟市场的投资经验表明：股市的不变赢家不是别人，而是那些忠实执行长期价值投资策略的投资者。

说到长期价值投资，人们自然要想到沃伦·巴菲特。是的，巴菲特因严格执行长期价值投资策略而获得呈几何级数增长的高额回报，他所持的华盛顿邮报公司和政府雇员保险公司股票至今未卖，持有年限均在30年以上，分别获得120余倍和50余倍的收益。“股神”的财富就是这样像滚雪球一样膨胀起来的。

巴菲特也罢，或其投资导师本杰明·格雷厄姆与菲力普·费舍尔也罢，这些华尔街“教父”级投资大师所遵从的莫不是长期价值投资策略。长期价值投资策略并不复杂，精髓包括如下几点：

第一，短期来看，股市有涨有跌，但长期趋势是向上的。打开美国股市长期走势图，人们惊讶地发现：近200年来，美国股市几乎呈单边上扬的走势；1929年开始的大萧条所造成

㊀ 刘少涛，《证券时报》2006年8月16日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股市大跌，在走势图上几乎可以忽略不计。不算不知道，一算吓一跳：近200年来，当1美元缩水为0.07美元的时候，股市资产却由1美元增加到60万美元！

第二，即使股市下跌，其中的部分价值型股票也依然是上涨的。巴菲特不理睬经济形势，不关注大盘走势，甚至也不怎么关心他的股票，因为他深信，他所投资的股票价值被严重低估，也一定会持续上涨。对于他来说，在自己家里和办公室安装行情终端显然是多余的。

第三，股票质素是重中之重。巴菲特的选股标准就是著名的“十二定律”，非常苛刻，能入他法眼的股票十分有限。对于价值投资者来说，选取什么样的股票作自己的投资对象，跟选取什么样的男人做自己的丈夫是同等重要的。

第四，一旦买进，就要长期持有。巴菲特对其股票的感情，如同新郎对新娘所发誓言那样——我爱你，即使海枯石烂、地老天荒，也永不背叛——当然，巴菲特的行动远比新郎的誓言要可靠得多。

絮絮叨叨说了这么多，都是成熟市场的经验。也许有朋友要问：你是否知道“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”的道理？这些经验拿到中国市场来能适应吗？回答是肯定的，长期价值投资策略拿到发展中市场来，同样是适应的。为了证明这一点，我们组织了这一数据专题，所开列的多是符合长期价值投资理念的股票。

我们的专题选取了近10年来高速成长的部分公司及其A股。经过10年时间（最少5年）的检验，这些公司的经营业绩多数处在稳定增长之中，其二级市场的股价也随之稳定上涨。如果10年前投资者购买了万科A，并持有到现在，将获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得近15倍的高额收益。

过去十几年来，由于中国股市创办时间不长，经验欠缺，致使市场环境恶劣，投资者亏损累累，投资信心遭受重挫。即使在此不尽人意的市场条件下，中国股市依然涌现出这样一批值得长期投资的大牛股。如果中国股市纳入正常、健康的发展轨道，那么，可以肯定，将会出现更多的长期大牛股。我们欣喜地看到：中国股市进入健康发展轨道的时机已经成熟了。

首先，股权分置是中国股市与生俱来的毒瘤，严重滞碍着中国股市的健康发展，现在，这一毒瘤得以切除，中国股市将以健康体魄奔跑在康庄大道上。股权分置改革对中国股市的积极影响，再怎么拔高评价都不算过分。

其次，改革开放以来，中国经济持续高速增长，而中国股市未能相应上涨，与中国经济相比，股市估值已经偏低。而且，在未来可预见的较长时期内，中国经济将在工业化、城市化、本币升值、人口结构变迁等因素推动下，继续保持高速增长。这一切，都将反映到股市上来。

现在投资者要做的，就是坚定投资信心，遴选投资对象，果断买入，长期持有，等待资产的大幅升值。

1996～2006中国股市10年100只大牛股一览表

涨幅排名	代码	简称	96年以来涨幅（%）	涨幅排名	代码	简称	96年以来涨幅（%）
1	000538	G云白药	1915.27	6	600694	大商股份	1190.48
2	600887	G 伊 利	1655.77	7	000402	G金融街	1134.17
3	000002	G万科A	1653.44	8	000503	G 海 虹	991.94
4	000549	湘火炬A	1529.79	9	600651	飞乐音响	982.08
5	600879	G 火 箭	1253.27	10	000039	G 中 集	966.90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

涨幅排名	代码	简称	96年以来涨幅（%）	涨幅排名	代码	简称	96年以来涨幅（%）
11	600795	国电电力	834.84	36	000069	G华侨城	395.04
12	600829	三精制药	805.55	37	000537	G 广 宇	393.68
13	000027	G深能源	805.49	38	000562	G 宏 源	389.54
14	600717	G天津港	783.15	39	600690	G 海 尔	385.78
15	000525	G红太阳	770.81	40	000518	四环生物	379.57
16	000021	G深科技	762.13	41	000012	G 南 玻	373.95
17	000895	双汇发展	707.54	42	600831	G 广 电	360.67
18	000046	G 泛 海	663.86	43	000006	G深振业	359.52
19	600616	G 食 品	656.86	44	600601	方正科技	353.36
20	600880	G 博 瑞	649.59	45	000793	G 燃 气	350.63
21	600739	G 成 大	601.83	46	600741	G沪巴士	349.65
22	000031	G中粮地	588.73	47	600686	G 金 龙	347.21
23	600664	哈药集团	575.81	48	600627	上电股份	346.35
24	000527	G 美 的	554.39	49	600718	G 东 软	344.72
25	000792	G 钾 肥	553.44	50	600606	G 金 丰	342.08
26	000022	G深赤湾	550.17	51	600761	G 合 力	340.47
27	600660	G 福 耀	512.41	52	000554	泰山石油	339.46
28	000423	东阿阿胶	490.42	53	600118	G 卫 星	339.20
29	000652	G 泰 达	475.96	54	600787	G 中 储	334.80
30	000036	G 华 联	458.36	55	600132	重庆啤酒	333.78
31	600825	华联超市	451.66	56	000539	G粤电力	333.54
32	600636	G三爱富	428.61	57	000568	G 老 窖	332.46
33	600868	梅雁股份	409.49	58	600881	G 亚 泰	330.72
34	600859	王 府 井	409.37	59	000551	G 创 元	329.76
35	000559	G 钱 潮	399.87	60	600888	G 众 和	328.99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

涨幅排名	代码	简称	96年以来涨幅（%）	涨幅排名	代码	简称	96年以来涨幅（%）
61	000024	G招商局	325.21	81	600811	G东方	282.06
62	600840	新湖创业	324.09	82	000050	G深天马	271.53
63	600800	*ST磁卡	321.91	83	600884	G杉杉	269.96
64	600089	G特变	314.14	84	600858	G银座	269.73
65	600849	G上药	311.36	85	600824	G益民	263.80
66	000528	G柳工	307.75	86	600803	G威远	261.28
67	600642	G申能	307.22	87	000593	宝光药业	258.23
68	600737	*ST屯河	306.29	88	000063	G中兴	257.78
69	000540	*ST中天	305.95	89	000501	G武商A	255.76
70	600320	G振华	299.76	90	600827	G友谊	250.31
71	600865	百大集团	295.37	91	600677	G航通	248.20
72	600886	G华靖	292.37	92	000510	G金路	248.13
73	600809	G汾酒	291.24	93	000623	G敖东	247.81
74	600786	东方锅炉	289.99	94	000514	G渝开发	239.89
75	600724	宁波富达	289.47	95	000617	石油济柴	238.93
76	600697	欧亚集团	289.41	96	000550	G江铃	235.66
77	600837	G都市	286.83	97	600600	青岛啤酒	235.11
78	000001	深发展A	284.37	98	000516	G解放	232.33
79	000571	新大洲A	283.97	99	600682	南京新百	231.90
80	000045	深纺织A	283.40	100	000060	G中金	230.07

说明：

1. 统计范围为2001年1月1日以前上市的公司；

2. 涨跌幅为1996年1月1日至今复权涨跌，但股改自然除权未复权，期间上市新股以上市首日收盘价为基准计算；

3. 专题数据由上海聚源数据服务有限公司提供，数据来源于上市公司公告，若有出入，请以公告为准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.2 波段操作与长期投资谁更适合中国股市

中国股市自诞生以来，一个最为流行、最受青睐的炒股方法是波段操作：上涨前及时买入下跌前及时卖出，这是操盘手也是散户的最佳选择。

中国股市自诞生以来，一个最不流行最不受青睐的炒股方法是长期投资，买了就捂着长期持有——简直是大傻瓜大笨蛋的最笨选择。

但是看看前面对中国股市十年大牛股的分析，让我们发现，最笨的长期投资反而比最聪明的波段操作要赚得多得多。

选择合适时机波段操作，选择合适股票长期投资，是中国股市最近几年的一大争论，也是国际股市多年一直以来的一大争论。我们的答案很明确，学习巴菲特，坚持长期投资，一辈子不动摇。

8.2.1 基金投资：选时还是选股？㊀

选股（securities selection）指买入并持有，重在不同股票的选择。选时（market timing）指相机买卖，重在不同操作时机的选择。选时还是选股，一直是投资研究中一个重要的课题，在实务界也是各有拥趸，相持不下。在国内基金业内，回顾153家基金的年度或季度报告可以发现，对于选股与选时，

㊀ 最早载于2005年6月2日《中国证券报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的基金也各执一词。

波段操作 Vs 精选个股

相当一部分基金认为应该适当"波段操作"以提高收益。融通新蓝筹 2004 年年报中指出："战略上挖掘中长期持续成长的新蓝筹品种；对于价值型品种，利用市场失效波段操作"。华宝兴业宝康系列证券投资基金 2004 年年度报告摘要也说："在操作策略上将适当波段操作，提高收益降低波动。"

同时，也有一些基金认为选时非常困难，应该精选个股。景福证券投资基金 2004 年年度报告摘要中表示："2005 年证券市场机会将更多的表现为波段性机会，但由于受很多不确定性因素影响，而这些因素的可预测性很差，因此把握机会的难度增大，特别是对 30 亿的大基金来说，波段操作更加困难。针对市场特点，我们将加大公司研究力度，精选个股，注意控制风险，为基金份额持有人利益最大化而努力。"而海富通精选基金 2004 年年报摘要也指出："我们认识到，主动的选时投资和波段操作，需要对影响市场的各种因素以及它们的相互作用做准确地预测和把握，而在绝大多数情况下，是很难做到的。"海富通基金公司总经理田仁灿更是认为选时是最大的误区，应该坚决摒弃选时策略，坚持专业理财，定位于"做自下而上、积极主动精选个股的管理人"。

选时：真实的谎言？

我们认为基金经理如果认为自己对市场波动有敏锐的嗅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉，适当选时进行波段操作，无疑将会提高收益并降低风险。但需要警惕的是，股市的魅力与风险都在于其波动的难以预测性，如果基金经理想全部依靠选时获利，这是绝对不可能的。因为，那种想完全依靠正确预测股市涨跌使自己走在波动曲线前面的想法，不过是股市中的陈词滥调“低价买入，高价卖出”的一个翻版，听起来像真理那样永远正确，做起来却像梦幻那样遥不可及。

高盛公司对共同基金 1970～1980 年间现金持有量的一项研究表明，基金管理者未能预测到在此期间股市的 9 次重大转折点。而 Willam A . Sherden 的研究也表明，1984、1985、1986、1992、1993、1994 年基金管理预期市场将下跌，增加了现金持有量，但市场却稳步上升，同时也没有任何迹象表明他们预测到了 1987 年 10 月的股市崩盘。

国外如此，国内同样如此。沪深股市持续 5 年下跌，有哪个基金经理或分析师事前成功预测？2004 年 9 月 13 日至 20 日仅仅 5 个交易日内股市从 1260 点大涨到 1463 点，2005 年 2 月 1 日却又跌破 1200 点，不料 2 月 25 日指数反转直逼 1312 点，但到 5 月底又跌至 6 年最低点 1060 点。没有哪个基金经理或分析师事前成功预测到了涨跌的具体点数和准确时间，又有哪个基金经理可以屡战屡胜，成功地靠波段操作获利？事实上，上涨时基金经理大部分踏空，下跌时基金经理普遍套牢。

铁一般的事实表明，基金经理如果想主要依靠选时操作来战胜市场，不过是镜中花、水中月。这并非是因为基金经理能力不够，而是因为预测股市的成功概率是如此之低，以致于这是一件像中彩票那样几乎不可能完成的任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选时不如选股

目前的中国股市正处于一个非常动荡的时期，上市公司高管丑闻频频、保险资金入市、全流通试点、银行系基金组建、人民币升值预期、铁矿石和原油等原材料大幅度涨价等等，众多不确定因素让股指刚刚大涨，过了几天却又大跌，中国股市波动如此剧烈，让试图预测股市进行选时操作的基金经理和分析师们大跌眼镜的同时也一亏再亏。这一再提醒我们：股市波动根本不能准确预测，选时操作不但不可能获利，而且可能早晚会让你连老本也输个精光。

因此，与其选时不如选股。巴菲特指出，追随格雷厄姆价值投资策略的投资者有着共同的思维模式，即“追寻公司价值与股价之间的差异”。这是唯一正确的投资态度，也是所有投资大师之所以能够持续战胜市场的不二法门。

彼得林奇的总结最为精练：“投资成功的关键是，关注公司而不是关注股价。”

8.2.2 当价值投资遭遇价值投机㊀

至2005年4月11日，153家基金2004年年报全部公布完毕，一个令人吃惊的统计数字是基金持有的股票一年平均换手近4次。基金经理大幅度调仓，周期性行业遭到不断的抛售，而具有稳定增长预期的防御型行业受到追捧。

其中一个最明显的例子是汽车行业。基金经理一度非常看好汽车行业，但到2004年末，大部分基金经理却不再看好，

㊀ 最早载于2005年4月12日《证券时报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纷纷抛售手上的汽车股。不过，并非所有的基金经理都是如此。在众多基金经理中，肖华这位2003年业绩排名第一的风云人物，继续坚持“长期持有”上海汽车，上海汽车仍然在博时价值增长基金前十大重仓股中名列第二，数量不仅没有减少，甚至还有所增加。但是博时的代价也不小，博时价值增长去年净值增长率为-7.77%，在投资基金中的明星地位已悄然逝去，而上海汽车的暴跌对此有很大影响。作为汽车行业的龙头股，上海汽车从2004年年初16元的高位暴跌至目前4.3元左右，已经低于当初启动时的价位。

上海汽车作为一个典型案例，反映了基金经理经常面临了一个痛苦的选择：到底是长期持有，追求长期业绩的最大化？还是频繁换股，追踪市场的热点来实现短期业绩的最大化？长期业绩的最大化无疑符合基金持有人的根本利益，但长期持有往往面临短期业绩大幅波动的考验，甚至会使坚持长期投资的基金经理人被迫下岗。短期频繁换股追踪热点，也许可以实现短期业绩较好，但基金经理也许要被迫卖出短期表现不佳但有长期升值潜力的股票，其实是损害了持有人的长期利益。

仍以上海汽车为例，2004年末上海汽车总股本32.76亿，以2005年4月11日收盘价4.30元作为收购流通股和非流通股的价格，总收购成本为140.86亿元，相对于股东权益113.79亿，收购溢价为27亿元，溢价比率为23.79%。而上海汽车前两年的净资产收益率为15.48%、17.38%，假如以15%的复合增长率计算，只需1年半左右就足以收回全部成本。其中公司资产中还没有包括公司拥有土地的升值、全国销售网络、服务网络的无形资产价值。

结论非常明显，上海汽车目前4元多的股价，要远远比一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年多前基金经理以10多元的价格买入时更有投资价值。而我们的大部分基金经理却在上海汽车价格很高时纷纷追涨买入，而在股价很低时纷纷杀跌抛出。可见他们追求的投资目标是短期业绩，而不是长期业绩。

肖华对上海汽车的长期投资态度与他对博时旗下另一只重仓股伊利股份几乎完全相同。伊利高管被捕导致大跌，众多基金经理纷纷抛售，两天内股价从10.89元大跌到8.79元，他却一股不动。不久，股价完全恢复并继续上涨到13.80元。肖华说："我们有必要再次提到伊利股份，通过理性的分析与持续的跟踪，我们认为伊利的新管理层是值得我们期待的。我们当初没有简单地抛弃伊利，为持有人留下了日后看来可能是弥足珍贵的伊利股票，我们会继续密切关注伊利公司的发展。"

巴菲特把成功奥妙归功于长期投资，"事实上当我们持有杰出经理人管理的优秀企业的股票时，我们最喜欢的持有期限是永远。许多投资人在公司表现良好时急着想要卖出股票以兑现盈利，却紧紧抱着那些业绩令人失望的公司股票不放手，我们的做法与他们恰恰相反。"我们期望股市多一些值得长期投资的优秀上市公司股票，我们也期望股市上多一些长期投资于优秀上市公司股票的优秀基金经理。

（注：在本文最初发表于《证券时报》的前一天，即2005年4月11日，上海汽车收盘价4.30元，2005年9月29日股改停牌前一天收盘价为5.16元，2005年10月24日股改复牌后第一天收盘价为3.19元，过了一年之后2006年11月7日收盘价为5.90元，与2005年4月11日相比涨幅超过100%以上。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.2.3 波段高手基金王者归来，价值投资何去何从？[㊀]

2003年，QFII的进入带动国内基金投资理念开始与国际接轨，价值投资一时间成为基金经理的口头禅，我们期盼已久的价值投资时代似乎终于来临。

但甚为不幸的是，2004年基金业风向突变，整体亏损，价值投资不像2003年那样吃香了。2004年基金平均周转率接近3.95，基金风云榜上，以17.09%增长率排名第一的基金，其周转率高达7.61，无疑是波段操作的高手。

波段操作高手成为股市最耀眼的明星，让人不禁心生疑问：难道价值投资已成往事？

海外市场的经验表明，价值投资策略，尤其是采用集中投资方式会不时地在某些年度遭受一些损失，但尽管年度投资回报率波动性大，集中投资于优秀企业的价值投资策略在长期内的总投资回报率仍然远远超过市场平均水平，而波段操作的投资方法是很难取得这么好的长期总收益的。

凯恩斯这位著名的宏观经济学家坚信“正确的投资方法是将大笔资金投入到一个他认为非常了解、管理人员也完全值得信任的企业中”，他管理的切斯特基金在1928～1945年的18年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为29.2%，相当于当时英国股市波动率12.4%的2.8倍，但其18年中年平均回报率为13.2%，而当时英国股市年平均回报率只有-0.5%。

㊀ 最早载于2005年4月18日《证券时报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比尔·罗纳管理的红杉基金采用与巴菲特非常类似的长期价值投资策略，每年平均拥有6～10家公司股票，这些股票约占总投资的90%以上，其投资波动率非常巨大，在1972～1997年的26年间年平均投资回报率以标准差计算的波动率为20.6%，高于同期标准普尔500指数波动率16.4%约4个百分点。但其14年中年平均回报率为19.6%，超过标准普尔500指数年平均回报率14.5%，约20%。

尽管国内采用价值投资策略的基金去年落后于市场，但其设立至今的长期收益率仍然显著高于市场平均收益率。国际证券市场那些当时在价值投资基金业绩暂时低迷时没有抛售的持有人最终取得了远远高于市场的收益率，我们相信在中国证券市场，那些采用真正的价值投资策略的基金经理人最终也会为持有人创造远远高于市场的收益率。

需要指出的是，投机的持有人寻找的是投机的基金经理人，投机的持有人要求的是短期的高回报，必然要求基金经理人追逐市场热点，不希望基金经理人追求长期业绩而忽略短期的业绩波动。追求短期收益的持有人在市场中占有相当大的份额，他们在价值投资基金业绩暂时不如人意时的赎回会给基金造成相当大的压力，而价值投资基金在赎回压力下只有两个选择：

一是改变投资策略，从价值投资转向波段操作。笔者个人认为，所谓波段操作其实是市场投机，因为没有人能够准确地预测市场，也不可能有人能够掌握波段操作的正确时机，从而不能长期取得高于市场的平均投资回报。

二是坚持价值投资策略。也许那些追求短期业绩的持有人离开之日，正是那些追求长期回报的持有人进入之时。价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资基金吸引的应该是那些长期投资的持有人，追求短期业绩的持有人离开价值投资人是正常的，对于信奉和坚守价值投资的基金经理人来说，这是必须忍受的代价。

我们很欣喜地看到，尽管业绩不够理想，但仍有相当多的基金在年报中明确表示，将继续坚持价值理念。对于信奉价值投资策略的基金经理人如此，对于那些信奉价值投资的持有人也同样如此。价值投资策略最终会长期战胜市场，国际证券市场如此，中国证券市场也将同样如此。

8.2.4 波段操作神话不再，基金经理苦觅新奶酪㊀

近日媒体报道，债券基金集体踏空大行情。联想到2004年60%以上的股票基金亏损的现实，平日里威风八面、叱咤股坛的基金经理开始犯了愁：曾经赚钱的策略不再赚钱，变还是不变？曾经赚钱的行业不再赚钱，变还是不变？曾经赚钱的股票不再赚钱，变还是不变？

基金经理如同曾经非常流行的《谁动了我的奶酪》中的两只小老鼠，突然发现宝库奶酪不见了，是寻找新的奶酪，还是在原地等待？

当然小老鼠应该出去找新的奶酪，毕竟奶酪不会自己飞回来。但股票却是一块神奇的奶酪，它会突然飞走，也会突然飞来。基金经理到底应该等待股价回归，还是另寻良股，的确是一个相当困难的抉择。

当我们迷失时，我们需要仰望天空的星斗，寻找正确的前

㊀ 最早载于2005年2月25日《证券时报》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进方向。基金经理迷失时，不妨学习前辈的投资大师，寻找正确的投资方向。

投资大师沃伦·巴菲特曾经这样描述他的投资策略："我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投资盈利：我们不仅要在合理的价格上买入，而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符。但是这种投资方法———寻找超级明星，给我们提供了走向真正成功的唯一机会。"

与大多数基金信奉的分散投资与高换手率投资策略不同，巴菲特则是采用完全不同的集中投资与长期持有策略，他说，"把频繁交易的机构称为投资者，就如同把经常体验一夜情的人称为浪漫主义者一样荒谬。"因此"投资的一切在于，在适当的时机挑选好的股票之后，只要它们的情况良好就一直持有。"

证券分析之父格雷厄姆在《聪明的投资者》中的话可以作为基金经理是否改变投资策略的根本原则："如果你已经根据有力的事实进行分析得出一个结论，并且你相信自己的判断是正确的，那么就根据自己的判断进行行动吧，不管别人是否怀疑或不同意你的判断。公众与你的意见不同，并不表明你的判断是正确还是错误的。"

如果基金经理根据有力的、全面的事实分析对公司的内在价值做出正确的判断，那么无论股市暂时如何低迷，他也不需要改变他的投资策略，因为股价最终会向股票的内在价值回归。正如格雷厄姆所说："从短期来看，股市是一个投票机；而从长期来看，股市是一个称重机。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因此基金经理应该关注其所投资的公司的价值而不是其股价。基金经理对公司内在价值的判断有可能正确，也有可能错误。只要认真分析，并且限定于那些管理层诚实可靠、经营长期稳定、竞争优势明显的优秀公司，那么，有很大的可能性正确判断其内在价值。最终决定投资策略变化与否只能是可能进行大致预测的公司的基本面，而决不能是根本不可能准确的市场波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记 我们还应该向巴菲特学习什么

《巴菲特股票投资策略》2005年6月出版以来，没有想到会受到很多读者的厚爱，竟然在不到1年半时间内就重印了6次。

我接着又出版了《巴菲特如何选择超级明星股》，没有想到也受到很多读者的厚爱，不到1年就重印了4次。

让我更吃惊的是，许多地方都出现了这两本书的盗版，而且卖盗版书的也说卖得很不错。

有如此之多的人和我一样喜欢巴菲特，让我激动。有如此之多的人给我写信，交流他们学习和实践巴菲特股票投资策略过程的认识和体会，让我感动。

作为回馈，在第8章，我把自己关于在中国股市实践巴菲特股票投资策略的一些思考补充进来，请大家指正。

学以致用，学以致富。但巴菲特教给我们的不仅仅是如何投资致富。

巴菲特早在多年前就已经宣布要将自己400多亿美元财产的80%捐献给慈善事业。2006年6月25日巴菲特宣布向比尔·盖茨夫妇的基金会捐赠伯克希尔公司的1000万股B类普通股，这些股票目前总市值为300多亿美元。

世界第二富翁巴菲特把如此巨大的个人财富全部捐献给社会，让世界首富比尔·盖茨感到震惊，让全世界感到震惊，也应该让我们这些巴菲特的学习者和追随者们在震惊中问问自己的内心：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们还应该向巴菲特学习什么

我们除了学习巴菲特如何投资之外，还应该向巴菲特学习什么？

……

最后，感谢我的父母和弟弟妹妹。父母亲生我养育我，用自己辛勤的劳动供我上学，无怨无悔地付出，全力支持我的学习和工作。随着年龄增长，越来越感到父母才是在内心深处对我影响最大的人。爸爸的勇气、妈妈的勤劳永远是我的榜样，弟弟的决断与能干、妹妹的执著与努力给予我巨大的鼓励和支持，家人的爱永远是我的力量所在。

感谢我心目中的投资英雄巴菲特。我读了巴菲特1977年~2003年26年间每年在伯克希尔公司年报中写给股东的信后，深深感到大师关于投资策略的论述并不深奥，也不复杂，而是非常简单，非常实在。但这非常简单平凡的语言中却蕴含着非凡的智慧。本书中99%的内容是巴菲特的投资思想，我所做的1%只是就我的理解对他思想的梳理，以让读者更轻松愉快地阅读、理解和欣赏巴菲特的投资智慧。

本书是在我的博士论文基础上形成的。在上海社科院读博5年间，自始至终得到了厉无畏教授的悉心指导和帮助。导师以渊博的学识、认真的治学态度指导我在学习研究上不断提高和进步，导师宽容的心胸、幽默风趣的谈吐使我在生活中受益良多。在此我谨向尊敬的导师厉无畏教授致以诚挚的感谢。读博期间杨建文教授、左学金教授给予了我许多指导和帮助，在此表示衷心感谢。

在复旦大学世界经济研究所读研期间，黄文杰、甘当善、林进成等老师给予我许多指导和帮助，在华南农大读书期间李大胜、温思美、江华等老师给予我许多指导和帮助，高中的龙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



书选老师和初中的王纪尧老师等给予我许多指导和帮助，在此对所有指导和帮助过我的老师们和同学们表示衷心感谢。

感谢机械工业出版社的魏小奋为本书付出了大量的心血和努力，她对本书的修改提出了非常重要的建议和帮助。

感谢复旦大学世界经济研究所的黄文杰、甘当善、林进成等老师，感谢华南农大读书期间李大胜、温思美、江华等老师，感谢滑县一中的龙书宣老师、慈周寨乡中的王纪尧老师，在此对所有在学习上和生活中指导和帮助过我的老师们和同学们表示衷心感谢。

最后需要说明的是，本书仅是我个人对巴菲特投资策略的理解和体会，巴菲特的投资哲学博大精深，我的理解难免有不当之处，欢迎各位读者进行批评指正，也欢迎巴菲特投资策略的追随者们进行交流和讨论，请通过我的电子邮件 nfljw@ sina. com 联系。

刘建位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《中国证券报》推荐书评：上一堂巴菲特的投资课

姚振山

（2006 年 10 月 13 日《中国证券报》）

如果你想听投资大师巴菲特言传身教的话，你需要花费 10 万美金左右购买一股伯克希尔公司的股票，然后每年到美国中部一个名叫奥马哈的小镇上去参加公司的股东大会，听巴菲特给你讲述投资的心得和哲学。每年的股东大会，无论是华尔街的重量级券商，普通美国投资人，还是欧洲、亚洲等地的巴菲特迷们，一大清早就会排起长龙，希望能够有个好位子。而每一个人都会在会后得到满足，大师的话如醍醐灌顶。

可是，不是所有的人都能够买得起价值 80 万元人民币一股的伯克希尔的股票，不是所有的人能够不受时空和金钱的限制，去大师身边聆听他的亲自教诲。作为中国的投资者，我们多是通过报纸、书籍努力去了解大师。我们如饥似渴地阅读关于他的任何言论，在浩瀚的文字中贪婪地求知。然而，我们依然在重复着自己经常犯下的错误，我们的投资收益依然徘徊在同期指数的涨幅之下。我们还是在不断责怪市场的愚蠢、公司对于股东的欺骗、相关利益人的鼓呱噪，我们只是记住了巴菲特投资理论的某个片断然后急功近利的去使用，我们仍然处于投资的混沌状态。

《巴菲特股票投资策略》一书把巴菲特 50 年的投资经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总结和梳理成几大原则。作者有专业的背景，也有实际操作的经验，因此在本书中，就投资的话题，我们可以看到一个清晰的脉络，从选股原则到操作原则，从情绪管理到资金管理。这不再是一部简单纪录生平的巴菲特传记，也不再是堆砌巴菲特投资理论的应景小册，而是巴菲特投资理论的教科书。正是这些原则的应用，让他用13.8个人，取得了39年投资赢利2595倍的投资纪录。

先睹为快，看看投资大师巴菲特系统的投资原则吧：

选股原则：寻找超级明星企业。这个原则好理解，俗语说：擒贼先擒王。

估值原则：长期现金流量折现。这话实在是太专业，我冒昧的解释一下，就是要先算好企业的内在价值。

市场原则：市场是仆人而非向导。实际上也是我们常说的，要做市场的主人，要做到自己心里有数。巴菲特专门强调：要在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。这是需要长时间修炼的。

买价原则：安全边际是成功的基石。安全边际又是个专业术语，他认为"安全边际"是价值投资的核心，实际上是要我们在价格低于价值到一定幅度的时候来进行投资。这和估值原则是紧密联系在一起的，不过判断出企业的内在价值是需要专业知识和技能的。

组合原则：集中投资于少数股票。到底是集中还是分散，现在也没有定论，不过巴菲特的一句话还是有些道理，他对于集中和分散的评价是：如果你有40个妻子，你不会对任何一个有清楚的了解。我想，股票也是这样吧？

持有原则：长期持有优秀企业的股票。巴菲特说：我最喜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欢持有一只股票的时间是：永远。这句话虽然有情绪渲染的成分，但是却充分表现出了巴菲特在投资时的耐力和定力。

以上六大原则，涵盖了从选股到最后投资操作获利的全过程，是一套比较系统的投资方法的总结。我们以前可能对其中的某个原则有深刻的认识和理解，但是很少有人系统地对巴菲特的投资哲学进行研究，看来作者还是颇下了一番功夫的。在书中，你随时可以看到作者对于涉及到巴菲特的其他著作精彩观点的精炼引用。专业的投资者，你可以看到作者对于一些涉及到专业问题的解释和阐述，而业余的投资者，可以看看一些经典的格言和案例，在实践中去体会他的投资心得。因此这是一部少有的精炼的巴菲特投资理论的教材和讲义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四大基金管理公司联合推荐

本书整理了巴菲特大量精彩的投资智慧妙语，总结了巴菲特投资策略的基本原则，并结合有关研究成果以及巴菲特经典投资案例分析了这些原则的实践应用，为中国投资者学习巴菲特价值投资策略提供了一个较好的借鉴、参考和帮助。

——国泰基金管理有限公司总经理 李春平

一千个投资者的眼中便有一千个不同的巴菲特。真正认识巴菲特的最好办法是“听其言，观其行”，本书对巴菲特投资箴言的整理及其投资案例的分析为“巴菲特迷”们提供了研究巴菲特的另一种视角，值得一读。

——华宝兴业基金管理有限公司董事长 郑安国

本书将巴菲特50年投资经验系统总结为六大基本原则，它们是价值投资策略的核心、基石和精华。

——华安基金管理有限公司总经理助理、研究发展部总监 孙志方

中国股市已逐步从投机时代进入投资时代，充分汲取国际投资大师们的思想精华，结合中国股市实际进行深入研究和思考，是一件非常有意义的事。本书对巴菲特投资策略的研究做出了较好的尝试，值得一读。

——兴业基金管理有限公司总经理 杨东

Warren Buffett's Stock Investment Strategy



定价：29.80元

图书上架建议 财政金融·股票投资

ISBN 7-111-16469-5/F·2567

地　　址：北京市百万庄大街22号　邮政编码：100037
联系电话：(010) 68326294　网址：http://www.cmpbook.com
E-mail:omline@cmpbook.com